

Tommi Welling

HELSINGIN PÖRSSIN OSINKOARISTO- KRAATTIEN OSINGONJAKO

Case Huhtamäki Oyj ja Elecster Oyj

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Pro Gradu -tutkielma
Joulukuu 2019

TIIVISTELMÄ

Tommi Welling: ”Helsingin pörssin osinkoaristokraattien osingonjako – Case Huhtamäki Oyj ja Elecster Oyj”

Pro gradu -tutkielma

Tampereen yliopisto

Kauppätieteiden tutkinto-ohjelma; yrityksen laskentatoimi

Ohjaaja: Ihanola, Eeva-Mari

Joulukuu 2019

Vuonna 2019 Suomessa oli yli 800 000 kotimaista yksityissijoittajaa. Näin ollen myös osingot kossuttavat useita suomalaisia, ja joillekin osinkojen merkitys oman talouden kannalta saattaa olla merkittävä. Vuodesta 2020 lähtien yksityishenkilöille annetaan mahdollisuus osakesäästötiliin, joka antaa suoran verohyödyn verrattuna perinteiseen tapaan osakesäästää. Näin ollen voidaan olettaa, ettei suomalaisten kiinnostus osakesijoittamiseen ainakaan lähitulevaisuudessa ole laskussa, päinvastoin. Yhtiöiden osingonjaon ymmärtäminen on tärkeää niin yksityishenkilöiden, mutta myös akateemisesta näkökulmasta. Yhtiöiden osingonjakoa ja osingonjaon taustalla vaikuttavia asioita on tutkittu jo pitkään, mutta mitään kaikenkattavaa teoriaa tai mallia ei olla pystytty rakentamaan. Aiemmat tutkimustulokset ovat myös tietyiltä osin keskenään ristiriidassa.

Tämän tutkielman tarkoituksena on saada mahdollisimman tarkka ja syvälinen ymmärrys Helsingin pörssin osinkoaristokraattien osingonjakokäyttäytymisestä. Osinkoaristokraatit ovat yhtiöitä, jotka ovat kasvattaneet osinkojaan vähintään kymmenenä peräkkäisenä vuonna. Koska kaikenkattavaa teoriaa tai mallia osingonjakoon liittyen ei olla pystytty rakentamaan, hyödynnetään tässä tutkielmassa teorian koostamiseksi aiemmin tehtyjä merkittävimpiä tutkimuksia. Tutkielma pyrkii saamaan mahdollisimman syvällisen käsityksen siitä, millaista osingonjakoa Helsingin pörssin osinkoaristokraatit ovat harjoittaneet ja toisaalta mihin tekijöihin osingonjako vaikuttaisi pohjautuvan eniten ja kuinka hyvin nämä yhtiöt noudattavat omaa osinkopolitiikkaansa. Samalla tutkielma pyrkii nostamaan esille uusia näkökulmia jatkotutkimusmahdollisuuksille, mikä mahdollisesti edesauttaisi osingonjaolle perustuvien mallien rakentamista tulevaisuudessa.

Tutkielma toteutettiin kvalitatiivisena case-tutkimuksena julkisesti saatavilla olevaa dataa hyödyntäen. Molempien case -yhtiöiden (Huhtamäki Oyj ja Elecster Oyj) osalta hyödynnettiin lähinnä yhtiöiden tilinpäätöstietoja ja vuosikertomuksia aikaväliltä 2002 - 2018. Kerätty data on pitkälti numeerista ja analysoinnissa on hyödynnetty tunnuslukuanalyysia. Tämän lisäksi analyysissa on keskitytty lukujen vuosikohtaisiin muutosprosentteihin.

Tutkimustulosten perusteella voidaan sanoa, että kohdeyhtiöiden osingonjako on ollut tutkimusajakauden alussa hyvinkin erilaista, mutta viimeisimpien kymmenen vuoden aikana muuttunut yhdenmukaisemmaksi, joskin eroavaisuuksia on edelleen havaittavissa. Viimeisimpien kymmenen vuoden aikana yhtiöiden osingonjakoa voidaan kuvailla kohtuullisen johdonmukaiseksi, tasaisesti kasvavaksi ja tietyllä tapaa ennalta arvattavaksi. Kertyneiden voittovarojen muutoksella vaikuttaisi olevan yhteys Huhtamäki Oyj:n osingonjakoon läpi koko tutkimusajakauden. Elecster Oyj:n osalta tilikauden tulos nousi erityisesti tutkimusajakauden ensimmäisinä vuosina vahvimaksi tekijäksi, mutta kertyneiden voittovarojen merkitys kasvoi aikajakson lopussa. Huhtamäki Oyj:llä omistajakuntien muutoksilla saattaa olla jonkinlainen yhteys osinkojen muutoksiin. Molempien yhtiöiden osalta pääomarakenteen muutokset vaikuttaisivat heijastuneen ainakin osiltaan osingonjakoon. Huhtamäki Oyj näyttäisi noudattavan kohtuullisen hyvin määrittelemäänsä osinkopolitiikkaa. Elecster Oyj:n osalta raportoitua osinkopolitiikkaa ei löytynyt. Molemmat yhtiöt vaikuttaisivat lukujen perusteella siirtyneen noudattamaan tavoitteellisen osingonjakosuhteen osinkopolitiikkaa. Koska tämän tutkielman tulokset pohjautuvat ainoastaan kahteen yhtiöön, eivät tutkimustulokset ole yleistettävissä. Näin ollen laajemmalla aineistolla tehty kvantitatiivinen tutkimus osinkoaristokraattien osingonjaosta olisi varteenotettava jatkotutkimusmahdollisuus.

Avainsanat: osingot, osinkopolitiikka, osingonjako, osinkoaristokraatti, osinkohistoria, Helsingin pörssi, tilikauden tulos, kertyneet voittovarot

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

SISÄLLYS

1 JOHDANTO	1
1.1 Aihevalinnan tausta	1
1.2 Tutkielman tavoitteet ja keskeisimmät rajaukset	4
1.3 Tutkimusote	5
1.4 Tutkielman kulku	6
2 OSINGONJAKO JA OSINKOPOLITIikka	8
2.1 Yleistä osingonjaosta ja osinkopolitiikasta	8
2.2 Osingonjakoon liittyvät tunnusluvut	9
2.3 Erilaisia osinkopolitiikkoja	10
2.4 Osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan liittyvät tekijät	12
2.4.1 Yleistä	12
2.4.2 Kertyneet voittovarot, tilikauden tulos, pääomarakenne, investointimahdollisuudet, yhtiön koko, ikä ja kypsyy	12
2.4.3 Osinkohistoria ja konservatiivisuus	15
2.4.4 Signaointi	16
2.4.5 Osakkeiden takaisinostot	18
2.4.6 Verojen muutokset	22
2.4.7 Erilaiset omistajakunnat (clientele effect)	25
2.4.8 Muut tekijät	28
2.4.9 Tulevaisuusaspekti	28
2.4.10 Yhteenveto osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan vaikuttavista tekijöistä	31
3 OSINKOARISTOKRAATTIEN ESITTELY, TUTKIMUSAINeISTO JA TUKIELMAN LUOTETTAVUUS	34
3.1 Osinkoaristokraattien esittely	34
3.1.1 Huhtamäki Oyj	34
3.1.2 Elecster Oyj	35
3.2 Tutkimusaineisto ja sen käsittelytavat	36
3.3 Tutkielman luotettavuus	39
4 TUTKIMUSAINeISTON ANALYSOINTI JA TUTKIELMAN TULOKSET	42
4.1 Kohdeyhtiöiden osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan liittyvät tekijät	42
4.1.1 Tilikauden tulos	42
4.1.2 Kertyneet voittovarot	46
4.1.3 Investoinnit	48
4.1.4 Pääomarakenne	52
4.1.5 Koko, ikä ja kypsyy	54
4.1.6 Osinkohistoria ja konservatiivisuus	57
4.1.7 Erilaiset omistajakunnat (clientele effect)	59
4.1.8 Verojen muutokset	63
4.1.9 Osakkeiden takaisinostot ja tulevaisuusaspekti	64
4.1.10 Signaointi	65
4.2 Kohdeyhtiöiden osinkopolitiikka	67
4.3 Tutkielman tulokset	70
5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA JATKOTUTKIMUSMAHDOLLISUUDET	74
5.1 Johtopäätökset	74
5.2 Jatkotutkimusmahdollisuudet	78
LÄHDELUETTELO	80
LIITTEET	87
Liite 1: Huhtamäki Oyj	87
Liite 2: Elecster Oyj	92

1 JOHDANTO

1.1 Aihevalinnan tausta

Euroopassa vähintään kymmenenä peräkkäisenä vuonna osinkojaan kasvattanutta yhtiötä voidaan kutsua osinkoaristokraatiksi (Nordnet 2019; Kiplinger 2018). Myös tässä tutkielmassa näistä yhtiöistä käytetään kyseistä nimitystä. Amerikassa osinkoaristokraatin nimitystä voidaan käyttää vasta silloin, kuin yhtiö on kasvattanut osinkojaan vähintään 25 peräkkäistä vuotta (Forbes 2018). Finanssikriisin päättymisestä tulee kuluneeksi kymmenen vuotta, mikä on saattanut mahdollistaa yhä useamman yhtiön pitämään osingot kohuttuullisen vakaina tai jopa kasvavina.

Osakeyhtiölain mukaan osakeyhtiön tarkoitus on tuottaa voittoa sen omistajille, mikäli yhtiöjärjestyksessä ei ole toisin määrätty (OYL 1:5§). Yhtiön varoja voidaan jakaa osakkeenomistajille vain sen mukaan, kuin laissa on säädetty (OYL 13:1§):

voitonjaosta (*osinko*) ja varojen jakamisesta vapaan oman pääoman rahastosta;

- 1) 14 luvussa tarkoitettua osakepääoman alentamisesta;
- 2) 3 ja 15 luvussa tarkoitettua omien osakkeiden hankkimisesta ja lunastamisesta; sekä
- 3) 20 luvussa tarkoitettua yhtiön purkamisesta ja rekisteristä poistamisesta.

Sijoittajan näkökulmasta osingonjako voidaan nähdä hyvin mielenkiintoisena tutkimuksen kohteena, sillä monien sijoittajien sijoitusstrategia kulminoituu nimenomaan yhtiöiden maksamiin osinkoihin. Toisaalta osingoilla voidaan nähdä olevan myös vaikutusta monien ihmisten tuloihin, sillä esimerkiksi Suomessa yksityishenkilöistä osakkeenomistajia vuonna 2019 oli yli 800 000 (Pörssisäätiö 2019).

Lindström ja Lindström (2011, 223, 237, 239) nostavat osinkojen merkityksen jopa ratkaisevaksi tekijäksi monien sijoittajien kannalta, sillä osinkoja voidaan pitää osakesijoituksen vähiten riskialttiina tuottoeränä. Tämä johtuu siitä, että osingoista saatu tuotto voidaan nähdä lähtökohdin paljon vakaampana kuin osakkeen arvonnousu, sillä monet yhtiöt

pyrkivät pitämään osinkonsa vakaina tai vakaasti nousevina. Osakkeen turvallisuutta sijoituskohteena voidaan nähdä lisäävän se, jos yhtiö kasvattaa jatkuvasti osinkojaan.

Suomen pörssistä erityisen mielenkiintoiseksi tekee se, että 50 vuoden historiassa mitattuna Suomen pörssin kokonaistuottoa voidaan pitää vahvana verrattuna muihin maailman pörsseihin (Husman 2019). Vahva kokonaistuotto selittyy ainakin osiltaan vahvoilla osingonjakajilla, sillä Suomen pörssiä voidaan pitää vahvana osakepörssinä ainakin large cap yhtiöiden osalta verrattuna Euroopan muihin pääpörsseihin (Heikkilä 2019).

Suomessa osinkoperusteisen sijoitusstrategian valitsemisen osavaikuttajana saattaa olla osinkojen periaatteellisesti kevyempi verotus. Suomessa luovutusvoittoja verotetaan täysimääräisesti 30 prosentin verokannalla (TVL 5. osa 1:124§), kun taas osingoista 15 prosenttia on verovapaata ja 85 prosenttia veronalaista (TVL 3. osa 2:33a§). Kun pääomatulot ylittävät 30 000 euroa vuodessa, verotetaan tästä ylittävää osuutta 34 prosentin verokannalla (TVL 5. osa 1:124§). Todellisuudessa yksityishenkilö maksama vero osingosta on siis välillä 25,5 % - 28,9 %, riippuen pääomatulojen määrästä (Keskuskauppakamari 2019, 11).

Tilanne on sinällään poikkeava moneen muuhun maahan verrattuna, joissa osinkotuloja verotetaan rankemmin kuin myyntivoittoja (Knüpfer & Puttonen 2018, 207). Vaikka yksityissijoittajalle osinkojen verotus näyttäytyy kevyempänä kuin myyntivoittojen, ei tämä kuvasta koko totuutta, joskin tämä saattaa silti ohjata sijoittajia enemmän osinkopainotteisiin yhtiöihin. Todellisuudessa osinkoja verotetaan kuitenkin osittain kaksinkertaisesti, sillä myös yritys joutuu maksamaan jakamastaan voitosta veroa (Lindström & Lindström 2011, 32). Lisäksi, mikäli sijoittaja haluaa uudelleensijoittaa saamansa osingot, aiheutuu tästä todennäköisesti vielä ylimääräisiä transaktiokustannuksia. Toisaalta huomion arvoista on, että osinkoa maksaviin yhtiöihin sijoittavat suomalaiset yksityissijoittajat eivät välttämättä ole edes kovin kiinnostuneita sijoittamaan saamiaan osinkoja uudelleen, sillä Kaustian ja Rantapuskan (2012, 2377) tutkimuksen mukaan suomalaiset sijoittavat uudelleen alle yhden prosentin osingoistaan.

Eduskunnan hyväksymä hallituksen esitys osakesäästötilistä (HE 275/2018) tulee voimaan 2020 vuoden alusta, mikä tuskin ainakaan vähentää yksityissijoittajien kiinnostusta osakesijoittamiseen, päinvastoin. Tämän esityksen mukaan osakesäästötilille saa sijoittaa

maksimissaan 50 000 euroa ja esimerkiksi saaduista osingoista maksettava vero realisoituu vasta siinä vaiheessa, kun tililtä nostetaan mahdollisia voittoja ulos. Osakesäästäjien keskusliiton vuonna 2018 tekemän kyselyn perusteella 74 % yksityissijoittajista suhtautuu osakesäästötiliin positiivisesti, 22 % neutraalisti ja 4 % negatiivisesti (Hirvonen 2019).

Mikäli sijoittaja valitsee osinkoperusteisen sijoitusstrategian, nousee hänen kannalta tärkeäksi seikaksi se, kuinka ennalta arvattavaa ja johdonmukaista osingonjako on pitkällä tähtäimellä omistamiensa yhtiöiden kohdalla. Tämä edellyttää yhtiön osingonjakoon liittyvien tekijöiden ymmärtämistä ja toisaalta mahdollisen osinkopolitiikan ja toteutuneen osingonjaon selvittämistä. Tässä tutkielmassa pyritään tutkimaan näitä asioita Helsingin pörssin osinkoaristokraattien näkökulmasta. Osinkoaristokraatit voidaan nähdä mielenkiintoisena näkökulmana, sillä sijoittajien etsiessä vakaata osingonmaksajaa monet yksityissijoittajat saattavat kääntyä nimenomaan osinkoaristokraattien puoleen, sillä ulospäin pelkän osingonjaon perusteella nämä yhtiöt vaikuttavat hyvin turvalliselta sijoituskohteelta. Varmuuden saaminen kuitenkin edellyttää syvällisempää paneutumista osingonjakoon ja sen taustalla vaikuttaviin tekijöihin. Lisäksi ainakaan kohdennettuja merkittäviä tutkimuksia osinkoaristokraattien osingonjakoon liittyen ei löytynyt, mikä nostaa osinkoaristokraattien osingonjaon tutkimisen tärkeäksi.

Vaikka tämän tutkielman tausta pohjautuu pitkälti sijoittajan näkökulmaan, voidaan asian tutkiminen katsoa hyvin relevantiksi myös akateemisesta näkökulmasta. Osingonjakoa ja osingonjakoon liittyviä tekijöitä on tutkittu jo pitkään, mutta kuten tämän tutkielman teoriassa myöhemmin huomataan, ovat keskeisimmät tutkimukset ainakin tietyiltä osin ristiriidassa keskenään (ks. esim. Chetty & Saez 2005; Brav, Graham, Harvey & Michael 2005; Hanlon & Hoopes 2014). Nämä tutkimukset on toteutettu lähtökohdin laajoilla aineistoilla, sisältäen hyvin erilaisia yhtiöitä. Mitään yhdenselittävää teoriaa osingonjaolle ei olla pystytty rakentamaan. Tässä tutkielmassa aihetta lähestytään kahden kohdeyhtiön kautta, joiden osingonjako perusoletuksiltaan vaikuttaisi olevan hyvin samankaltaista ja toisaalta liiketoiminta itsessään ei ole liian kaukana toisistaan.

1.2 Tutkielman tavoitteet ja keskeisimmät rajaukset

Tutkielman tavoitteet kulmineituvat yhteen päätutkimuskysymykseen ja kolmeen sitä tukevaan alatutkimuskysymykseen:

- Millaista ja mihin pohjautuvaa osingonjakoa Helsingin pörssin osinkoaristokraatit ovat harjoittaneet?
- 1. Mihin tekijöihin yhtiöiden osingonjako vaikuttaisi pohjautuvan eniten?
- 2. Vastaako yhtiöiden raportoima osinkopolitiikka toteutunutta osingonjakoa?
- 3. Voidaanko yhtiöiden osingonjaon katsoa noudattavan jotain teoriassa esitettyä osinkopolitiikkaa?

Tutkielman tarkoituksena on siis saada mahdollisimman tarkka ja syvä ymmärrys Helsingin pörssin (NASDAQ OMX Helsinki) osinkoaristokraattien osingonjakokäyttäytymisestä. Tutkimusaineisto koostuu Helsingin pörssin päälistan yhtiöistä, jotka ovat kyenneet kasvattamaan vuotuisia osinkojaan vähintään kymmenenä vuotena peräkkäin vuoden 2019 osingonjakoon mennessä. Tutkimusaikajakso on 2002 - 2018, mikä mahdollistaa yhtiöiden osingonjaon analysoimisen ennen kuin yhtiöt ovat alkaneet jatkuvasti kasvattamaan osinkojaan. Näin ollen myös mahdolliset eroavaisuudet osingonjaossa vuosien varrella pystytään havaitsemaan paremmin. Tutkielman kohteena ovat ainoastaan yhtiöiden maksamat kassaosingot. Muita voitonjaon keinoja ovat esimerkiksi rahastoanti, splitti sekä omien osakkeiden takaisinosto (Niskanen & Niskanen 2013, 155). Muista voitonjaon keinoista tuodaan tarkemmin esille vain osakkeiden takaisinostot, koska aiempien tutkimusten valossa niillä saattaa olla vaikutusta yhtiöiden jakamiin osinkoihin.

Helsingin pörssin päälistalta löytyy kolme osinkoaristokraattia vuonna 2019: Sampo Oyj, Huhtamäki Oyj ja Elecster Oyj. Näistä yhtiöistä tähän tutkielmaan on valittu Huhtamäki Oyj ja Elecster Oyj. Nämä kaksi yhtiötä ovat molemmat teollisuusalan yhtiöitä, minkä voi olettaa helpottavan yhtiöiden välistä vertaamista. Myös tutkielman laajuus tulisi vastaan kolmessa kohdeyhtiössä. Tutkielmaan on pyritty etsimään tarkoituksenmukaisesti kaksi samantyyppistä osingonjakajaa, jotta pystytään arvioimaan syvällisemmin, kuinka paljon yhtäläisyyksiä näiden osingonjaossa todellisuudessa on, kun asiaa tutkitaan tar-

kemmin. Samalla pyritään kartoittamaan mahdollisia jatkotutkimusmahdollisuuksia osinkoaristokraattien osingonjakoon liittyen. Toisaalta pyritään saamaan evidenssiä siitä, tulisiko yhtiöiden osingonjakoa ylipäänsä tutkia mieluummin samankaltaisten yhtiöiden kesken, mikäli tämä mahdollistaisi kohdennettujen teorianallejen rakentamisen osingonjaolle.

1.3 Tutkimusote

Tutkielma on luonteeltaan kvalitatiivinen eli laadullinen tutkimus. Yrityksen laskentatoimessa tutkimusotteet jaotellaan usein Neilimon ja Näsin (1980) mukaan nomoteettiseen, käsiteanalyttiseen, päätöksentekometodologiseen ja toiminta-analyttiseen tutkimusotteeseen. Lisäksi myöhemmin mukaan on otettu Kasasen, Lukan ja Siitosen (1991) lisäämä konstruktiivinen tutkimusote. Tämä tutkielma ei suorainaisesti lokeroidu mihinkään näistä, mutta lähimpänä sen voidaan katsoa olevan toiminta-analyttista tutkimusotetta. Neilimon ja Näsin (1980, 35) mukaan toiminta-analyttisen otteen taustalla on hermeneutiikka ja tarkoituksena on ymmärtäminen. Empirian osuus näyttäytyy usein harvojen kohdeyksiköiden kautta. Tutkimusmenetelmät eivät ole tarkasti määriteltyjä.

Tämän tutkielman puitteita voidaan katsoa tukevan parhaiten tapaustutkimusmenetelmä. Koskisen, Alasuutarin ja Peltosen (2005, 154, 265) mukaan liiketaloustieteissä laadullisen tutkimuksen menetelmistä tapaustutkimusta voidaan pitää yhtenä yleisimmin käytetyistä. Laadullisen tutkimuksen syyt pohjautuvat usein siihen, että tavoitteena on kerätä pienestä tapausjoukosta mahdollisimman paljon tietoa. Tavoite on usein saada kuvaus tai selitys, jotta jonkin yhteisön tai yhtiön piirteet voitaisiin ymmärtää paremmin. Tapaustutkimuksessa tutkitaan yhtä tai muutamaa tietyin perustein valittua tapausta mahdollisimman syvällisesti tosielämän kontekstissa (Yin 2018, 15). Mikäli tapauksia on enemmän kuin yksi, kuten tässä tutkielmassa, voidaan puhua monitapaustutkimuksesta. Tapaustutkimusta ei voida pitää puhtaasti menetelmänä, vaan se on pikemminkin tutkimusote. (Koskinen ym. 2005, 154, 162.) Tapaustutkimukset sopivat erityisen hyvin sellaisiin ilmiöihin, joissa teoriaa ei olla kunnolla kehitetty (Ryan, Scapens ja Theobald 2002, 149). Koskinen ym. (2005, 156) mukaan tapaustutkimus tuo spesifisyyttä ja monimutkaisuuden tajua liiketaloustieteisiin, jossa tarkalle teoretisoinnille ei ole aina sijaa.

Ryaninin ym. (2002, 144) ja Hoquen, Adamsin ja McNicholasin (2006, 364) esittämässä tapaustutkimusten jaottelussa tämä tutkielma on lähinnä tutkivaa tapaustutkimusta (exploratory case study). Tässä tapaustutkimustyypissä tavanomaista on tutkia ilmiötä, joilla ei ole välttämättä selkeää lopputulemaa. Tutkija ei siis pyri saavuttamaan lopullista vastausta, vaan auttaa kehittämään ideoita tutkittavaksi laajemmassa mittakaavassa.

Tapaustutkimus voidaan katsoa sopivan hyvin tähän tutkielmaan, koska kuten myöhemmin tämän tutkielman edetessä huomataan, ei osingonjaolle ole mitään yksiselitteistä teoriaa. Muutenkin aiemmat tutkimukset osingonjaosta ovat ainakin tietyiltä osin ristiriidassa keskenään. Tapaustutkimus antaa mahdollisuuden tutkia näiden kohdeyhtiöiden osingonjakoa mahdollisimman syvällisesti ja samalla tuottaa jatkotutkimusmahdollisuuksia osinkoaristokraattien osingonjakoon liittyen.

1.4 Tutkielman kulku

Tutkielma etenee tästä toiseen päälukuun, teoreettiseen viitekehykseen, jossa tuodaan esille osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan liittyviä seikkoja. Aluksi osingonjakoa ja osinkopolitiikkaa käydään läpi yleisesti. Tämän jälkeen esitellään osinkoihin ja osingonjakoon liittyvät tunnusluvut, jotka tulevat esille joko teoriaosiossa myöhemmin tai empiriaosuudessa. Tämän jälkeen esitellään erilaisia osinkopolitiikkoja. Tästä edetään osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan vaikuttaviin tekijöihin, jotka kootaan vielä kyseisen luvun lopussa yhdeksi kokonaisuudeksi. Näitä tekijöitä pyritään tuomaan esille mahdollisimman kattavasti eri tutkimusten valossa. Tämän luvun tarkoitus on tuoda tukea empiriaosuuteen, jotta toteutunutta osingonjakoa pystyttäisiin ymmärtämään ja arvioimaan mahdollisimman hyvin.

Kolmannessa pääluvussa esitellään lyhyesti tutkielman kohdeyhtiöt Huhtamäki Oyj ja Elecster Oyj. Lisäksi luvussa käydään läpi tarkemmin tutkimusaineistoa: mistä tutkimusaineisto koostuu, mistä sitä on hankittu ja kuinka sitä tullaan tutkimuksessa käsittelemään. Luvun loppuun arvioidaan vielä tutkielman luotettavuutta.

Neljännessä pääluvussa analysoidaan tutkimusaineistoa. Luvussa käydään aluksi teorian pohjalta läpi osingonjakoon mahdollisesti liittyvät tekijät. Yksi tekijä käydään läpi aluksi molempien yhtiöiden osalta erikseen ja tämän jälkeen yhtiöitä verrataan vielä keskenään suhteessa kyseiseen tekijään. Tästä edetään tutkimaan yhtiöiden mahdollisesti raportoimaa osinkopolitiikka ja sen paikkansapitävyyttä. Lisäksi arvioidaan, noudattaako yhtiöiden osingonjako jotain tiettyä teoriassa esitettyä osinkopolitiikkaa. Luvun lopuksi esitetään kootusti tutkimuksen tulokset, jossa jokaiseen alatutkimuskysymykseen vastataan erikseen ja näiden pohjalta vastataan lopuksi päätutkimuskysymykseen.

Viides luku kattaa tutkielman johtopäätökset ja lisäksi luvussa arvioidaan mahdollisia jatkotutkimusmahdollisuuksia.

2 OSINGONJAKO JA OSINKOPOLITIikka

Tämä on tutkielman teoriaosuus, joka auttaa ymmärtämään osingonjaon ympärille nivoutuvia asioita. Ensimmäisessä alaluvussa käsitellään osingonjakoa ja osinkopolitiikkaa yleisesti. Toisessa alaluvussa tuodaan esille osingonjakoon liittyvät merkittävimmät tunnusluvut, jotka tulevat esille myöhemmin teoriaosuudessa tai viimeistään tutkielman empiria -osiossa. Kolmannessa alaluvussa tarkastellaan erilaisia osinkopolitiikkoja. Viimeisessä alaluvussa käsitellään osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan vaikuttavia tekijöitä. Tämä alaluku toimii myös pitkälti empiria -osion kulmakivenä.

2.1 Yleistä osingonjaosta ja osinkopolitiikasta

Osingonjaon taustalla vaikuttaa yhtiön harjoittama osinkopolitiikka. Osinkopolitiikalla viitataan pidemmän ajan linjaukseen siitä, kuinka yhtiön voittoja jaetaan omistajille (Niskanen & Niskanen 2013, 148). Sijoittajan mielenkiinnon kohteena saattaa olla erityisesti se, että yhtiö ilmaisee selkeästi harjoittamansa osinkopolitiikan (Knüpfer & Puttonen 2018, 201). Yleisesti odotetaan, että yhtiöiden osinkopolitiikasta mainitaan niiden tilinpäätöksessä, vuosikertomuksessa tai Internet-sivuilla (Leppiniemi 2008, 38). Joillekin ihmisille osingoilla saattaa olla merkittävä rooli oman talouden rahoittamisessa, minkä vuoksi yhtiön osinkopolitiikasta tietäminen nousee tärkeään rooliin.

Toisaalta voidaan ajatella myös, että kaikki merkittävä tieto vaikuttaa alentavasti sijoituksen riskiin. Osingonjakoa ja raportoitua osinkopolitiikkaa voidaan verrata keskenään, jolloin yhtiöstä saatetaan saada merkittävää tietoa, esimerkiksi liittyen yhtiön luotettavuuteen ja toiminnan ennustettavuuteen. (Leppiniemi & Virtanen 2003, 122-123.) Osingon määrän ylitys osinkopolitiikan mukaisesta määrästä on kuitenkin yleisempää kuin sen alitus (Leppiniemi 2008, 39).

On myös näyttöä siitä, että tasaisella osinkopolitiikalla olisi yhteys tasaiseen tulokseen ja toisaalta tasaiset osingot vaikuttaisivat alentavasti sijoituksen systemaattiseen riskiin

(Gwilym, Morgan & Thomas 2000, 278). Mikäli toteutunut osingonjako heittelee raportidusta osinkopolitiikasta, saattaa tällä olla negatiivinen vaikutus yhtiön uskottavuuteen sijoittajien silmissä (Leppiniemi 2008, 40). Lisäksi yhtiöiden harjoittamaan osinkopolitiikkaan kiinnitetään usein paljon huomiota myös muunkin yleisön keskuudessa (Knüpfer & Puttonen 2018, 201). Esimerkiksi kun yhtiöiden tiedottamisalttiutta arvioidaan, nousee selkeä osinkopolitiikan ilmoittaminen usein merkittäväksi kriteeriksi (Leppiniemi & Virtanen 2003, 122).

Osinkopolitiikan ilmoittamista voidaan siis pitää hyvin tärkeänä sijoittajasuhteiden hoidon välineenä (Leppiniemi 2008, 38). Tästä huolimatta esimerkiksi Yhdysvalloissa useat yhtiöt eivät kerro julkisesti mitään harjoittamastaan osinkopolitiikasta. Toisaalta osinkopolitiikka saatetaan esittää niin yleisellä tasolla, ettei se käytännössä anna sijoittajalle mitään lisäinformaatiota. (Knüpfer & Puttonen 2018, 202.)

Suomessa tilanne on ollut jokseenkin parempi yhtiöiden raportoimaan osinkopolitiikkaan liittyen kuin Yhdysvalloissa, sillä vuonna 2001 suomalaisista pörssiyhtiöistä 41 % ilmoitti harjoittamastaan osinkopolitiikasta (Leppiniemi & Virtanen 2003, 123). Lindströmin ja Lindströmin (2011, 227) mukaan Suomessa melkein kaikki yhtiöt määrittelevät osinkopolitiikkansa. Brunzellin, Liljeblomin, Löflundin ja Vaihekosken (2014, 134) tutkimuksen mukaan pohjoismaisista listatuista pörssiyhtiöistä 72:lla prosentilla on tarkasti määriteltä osinkopolitiikka ja selkeästi määriteltä osinkopolitiikka löytyy todennäköisemmin suurilta ja kannattavilta yhtiöiltä. Itse osingonjaossa on nähtävissä maakohtaisia eroja, sillä esimerkiksi Suomessa yhtiöt maksavat usein osinkoja kerran vuodessa, kun taas Yhdysvalloissa perussääntö on kvartaaleittain (Knüpfer & Puttonen 2018, 201).

2.2 Osingonjakoon liittyvät tunnusluvut

Tässä luvussa käydään läpi tämän tutkielman kannalta merkittävimmät osingonjakoon liittyvät tunnusluvut. Näitä tunnuslukuja hyödynnetään tutkimuksen empiria -osiossa.

Tämän tutkielman kannalta merkittävimpana osingonjakoon liittyvänä tunnuslukuna voidaan pitää osingonjakosuhdetta (dividend payout ratio), joka voidaan laskea seuraavalla kaavalla (kaava 1):

$$(1) \text{ Osingonjakosuhte} - \% = \frac{\text{Osinko/osake}}{\text{Nettotulos/osake}} * 100$$

Osingonjakosuhte kertoo siis sen, kuinka suuren osuuden yhtiö jakaa nettotuloksestaan sijoittajille osinkoina. Osinkopolitiikan arvioinnissa tästä tunnusluvusta on hyötyä. (Niskanen & Niskanen 2013, 138.) Kun arvioidaan yhtiön kykyä maksaa osinkoja myös tulevaisuudessa, voidaan osingonjakosuhdetta pitää vahvana tunnuslukuna (Investopedia 2019).

Toinen tunnusluku, jota hyödynnetään tutkielman empiria -osiossa, on omavaraisuusaste. Luku viittaa yhtiön pääomarakenteen arviointiin. Tässä tutkielmassa pääomarakenteen vaikutusta osingonjakoon tutkitaan omavaraisuusastetta hyödyntäen. Omavaraisuusaste voidaan laskea seuraavalla kaavalla (kaava 2):

$$(2) \text{ Omavaraisuusaste} - \% = \frac{\text{Oma Pääoma}}{\text{Taseen loppusumma-saadut ennakot}} * 100$$

Omavaraisuusaste mittaa yhtiön vakavaraisuutta, eli käytännössä sitä, mikä on yhtiön tapionsietokyky ja kuinka hyvin se kykenee selviytymään sitoumuksistaan pitkällä aikavälillä (Yritystutkimus Ry 2017, 69).

2.3 Erilaisia osinkopolitiikkoja

Osinkopolitiikat voivat olla hyvinkin erilaisia eri yhtiöiden välillä, riippuen juuri eri yhtiöiden tarpeista ja luonteesta (Leppiniemi & Virtanen 2003, 123), eikä tämän luvun tarkoitus ole esitellä niistä jokaista. Tarkoituksena on pikemminkin tuoda esille ne keskeisimmät linjaukset, joihin yhtiön osinkopolitiikka saattaa nojautua. Samalla ideana on myös arvioida, nojaako osinkoaristokraattien osinkopolitiikka johonkin näistä peruslinjauksista, vai onko kyseessä jonkinlainen kombinaatio.

Useat yhtiöt ovat ottaneet linjakseen noudattaa osinkopolitiikka, jossa osakekohtainen osinko saatetaan pitää vakiona pitkiäkin aikajaksoja. Merkitystä ei ole sillä, mikä on yhtiön generoima tulos tietyssä vuonna. Koska tässä kyseisessä osinkopolitiikassa tuloksella ei ole merkitystä tietyllä aikajaksolla, saattaa osingonjakosuhte vaihdella hyvinkin voimakkaasti vuosien välillä. (Niskanen & Niskanen 2013, 154.) Tällaisesta osinkopolitiikasta voidaan käyttää nimitystä passiivinen osinkopolitiikka. Erityisesti syklisillä toimialoilla passiivinen osinkopolitiikka saattaa olla suosiossa. (Knüpfer & Puttonen 2018, 201.)

Toisaalta yhtiöt voivat pyrkiä pitämään nimenomaan osingonjakosuhteensa mahdollisimman stabiilina, mikä tarkoittaa käytännössä sitä, että osingon määrä riippuu täysin yhtiön tuloksesta. Mikäli yhtiön tulos siis heilahtelee paljon, näin tekee myös osinko. (Niskanen & Niskanen 2013, 155.) Tällaisesta osinkopolitiikasta voidaan käyttää nimitystä aktiivinen osinkopolitiikka (Knüpfer & Puttonen 2018, 201). Oleellisestikin osingonjakosuhteen pitäminen stabiilina onnistuu helpoiten tasaisen tuloskehityksen toimialoilla, mikäli vuotuisista osingoista ei haluta tinkiä merkittävästi (Niskanen & Niskanen 2013, 155).

Osinkoja voidaan pitää myös niin sanotusti residuaalina. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että maksetut osingot määräytyvät täysin sen perusteella, mitä jää jäljelle investointeja koskevien rahoituspäätösten jälkeen. Osingonjakosuhte saattaa tällöin vaihdella merkittävästi vuosien välillä, sillä mikäli investointimahdollisuuksia on paljon, ei maksettavia osinkoja jää välttämättä lainkaan, kun taas joinain vuosina potentiaalisia investointimahdollisuuksia ei nähdä lainkaan, jolloin osinkoina saatetaan maksaa koko tulos. Todellisuudessa tämänkaltaisen osinkopolitiikka voidaan nähdä kuitenkin kohtuullisen harvinaisena. (Niskanen & Niskanen 2013, 154.)

Lintnerin (1956) tutkimuksen perusteella useilla yhtiöillä on osinkopolitiikka, jonka perustana on tavoitteellinen osingonjakosuhte (target payout ratio), jota kohden yhtiöt pyrkivät liikkumaan ajan saatossa. Tätä tavoitteellista osingonjakosuhdetta ei pidetä mitenkään tiukkana rajaehdona, vaan joustovaraa on. Ideana on nimenomaan se, että tätä tavoitetta kohden liikutaan pikku hiljaa, jolloin liikkumavaraa on huonoinakin vuosina. Useimilla yhtiöillä tämä tavoitteellinen osingonjakosuhte asettui tutkimuksessa 40 % - 60 % välille, 50 % ollen yleisin tavoite. (Lintner 1956, 102-103.) Toisaalta Bravin ym. (2005, 485, 499) mukaan tämän tavoitteellisen osingonjakosuhteen merkitys on pienentynyt.

2.4 Osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan liittyvät tekijät

2.4.1 Yleistä

Osinkojen määräytymiseen liittyviä tekijöitä on tutkittu jo pitkään, mutta näiden tekijöiden vaikutuksia osingonjakoon on vaikea arvioida (Ross, Westerfield & Jaffe 2005, 522). Eri tutkimusten valossa jokin tietty tekijä saattaa nousta merkittävämmäksi kuin toinen ja jotkut tekijät ovat merkittävästi ristiriidassa keskenään. Tästä johtuen tässäkin tutkielmassa ei pyritä luomaan yhtä kaikenkattavaa teoriaa siitä, miten osingot määräytyvät. Tämän luvun tarkoitus on pikemminkin käydä läpi yhtiöiden osingonjakoon liittyvät tekijät mahdollisimman kattavasti merkittävimpien tutkimusten valossa. Valitut tutkimukset koskevat vain kehittyneisiin osakemarkkinoihin kohdistettuja tutkimuksia, jotta teoriapohja empirialle olisi mahdollisimman käyttökelpoinen ja luotettava. Tutkielman empiirinen osuus nojautuu pitkälti tähän lukuun. Osa asioista on sellaisia, että ne tuovat väistämättömästi pientä päällekkäisyyttä. Lähtökohdin asiat pyritään kuitenkin käsittelemään kokonaisuudessaan oman alaotsikkonsa alla. Luvun lopuksi nämä asiat kootaan vielä yhdeksi kokonaisuudeksi.

2.4.2 Kertyneet voittovarot, tilikauden tulos, pääomarakenne, investointimahdollisuudet, yhtiön koko, ikä ja kypsyys

Osakeyhtiölain mukaan yhtiö voi jakaa varojansa yhtiön vapaasta omasta pääomastaan (OYL 13:1§; OYL 13:5§). Vapaata omaa pääomaa ovat tilikauden voitto sekä aiempien tilikausien voittovarot ja muut kuin sidottuun omaan pääomaan kuuluvat rahastot (OYL 8:1§). Huomioitavaa kuitenkin on, ettei kaikki vapaa pääoma ole välttämättä jaettavissa, sillä yhtiöjärjestyksessä on saatettu määrätä toisin (Leppiniemi 2009, 81). Lisäksi varoja ei saa jakaa lainkaan, mikäli tämä aiheuttaa yhtiön maksukyvyttömyyden (OYL 13:2§). Osingonjaon näkökulmasta jaettavissa olevan vapaan oman pääoman merkitystä voidaan pitää siis suurena, sillä tämä on suoraan osingonjakoa rajoittava tekijä. Mikäli jaettavissa olevan vapaan oman pääoman määrää halutaan suuremmaksi, onnistuu tämä voittoa tekemällä. (Leppiniemi 2009, 217.)

Näin ollen voidaan todeta, että osingonjaon kulmakivinä ovat nimenomaan kertyneet voittovarot sekä tilikauden voitto. Kun kyseeseen tulee osinkojen muutos tilikausien välillä, nousee tilikauden tulos lähes poikkeuksetta keskeisimpien tutkimusten valossa tärkeimmäksi osinkomuutoksia selittäväksi tekijäksi. Lintnerin (1956, 100-102) tutkimus voidaan nähdä ensimmäisenä merkittävänä osingonjakoon liittyvänä tutkimuksena. Kun yhtiössä alettiin miettiä mahdollista osinkotasoon muutosta, oli tilikauden tulos lähes poikkeuksetta lähtötilanteena. Tämä nähtiin samalla myös tärkeimpänä vaikuttavana asiana, eli vaikka muita osingon muutokseen vaikuttavia asioita oltaisiin harkittu, nousi tilikauden tulos silti ensisijaiseksi. Muutoksen suuruutta harkitessa erityisesti tilikauden tulosta ja nykyistä osinkotasoa suhteutettiin toisiinsa. Yhtiöiden johtoryhmien jäsenet näkivät, että mikäli yhtiö on tehnyt tulokseen merkittävää kohennusta, on heidän velvollisuus ja vastuu jakaa osa tästä sijoittajille. Toisaalta myös merkittävät tulosheikennykset tulisi jakaa sijoittajien kesken. Tulos nähtiin myös olevan sellainen tekijä, että se auttaa sidosryhmiä parhaiten ymmärtämään osinkotasoon muutokset.

Myöhemmin DeAngelo ja DeAngelo (1990, 1420, 1429) tutkivat talousvaikeuksissa olevia yhtiöitä, ja näiden yhtiöiden osalta tuloksentekoon liittyvät ongelmat nähtiin suurimpana tekijänä siinä, miksi osinkoja ei maksettu lainkaan tai kun osinkoja oltiin vähennetty. Myös Skinnerin ja Soltesin (2011, 25) mukaan tappiota tekevät yhtiöt ovat paljon epätodennäköisempiä osingonmaksajia. DeAngelon, DeAngelon ja Skinnerin (1992, 1838, 1862) tutkimustulokset sen sijaan osoittavat, että yhden tilikauden negatiivinen tulos ei kuitenkaan välttämättä aiheuta osinkojen laskemista. Tutkimuksessa osinkoja laski erityisesti ne yhtiöt, joiden tulos oli erityisen heikko ja toisaalta tuloksenteko-ongelmat nähtiin pitkäkestoisiksi. Tuloksen heikkous ja sen kesto siis vaikuttaisi liittyvän keskeisesti mahdollisiin osingonjaon pienentämisiin.

Myös yhtiön pääomarakenne voidaan nähdä olevan liitoksissa osingonjakoon, minkä vuoksi myös näiden tarkastelu yhtenä kokonaisuutena on tärkeää (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2007, 45). Valitulla osinkopolitiikalla on suora vaikutus siihen, millainen pääomarakenne yhtiöllä voi olla pohjana. Mikäli yhtiö pyrkii tasaiseen osingonjakoon, on yhtiön intressinä todennäköisesti toimia alhaisemmalla velkasuhteella kuin yhtiön, joka hyväksyy osinkojen suuremmat vuotuiset heilahtelut. (Martikainen & Vaihekoski 2015, 118-119.) Myös EU:n aineistolla tehdyssä tutkimuksessa käy ilmi, että yhtiön velkaantumisessa osingonjaon todennäköisyys pienenee (von Eije & Megginson 2008, 349). Toisaalta,

mikäli yhtiön kassavarat muodostuvat liian suuriksi, laskee tämä pääoman tuottoa. Pääomarakennetta saatetaan pyrkiä keventämään osinkoja jakamalla. (Knüpfer & Puttonen 2018, 206; Lindström & Lindström 2011, 229.)

Lisäksi yhtiön investointimahdollisuudet voidaan nähdä olevan merkittävässä roolissa osinkopäätöksiin liittyen. Bravin ym. (2005, 485) tutkimuksen mukaan osinkopolitiikka voidaan nähdä lähtökohdin toissijaisena asiana yhtiön kannalta, sillä osinkojen korotuksia voidaan harkita vasta sitten, kun investoinnit ja maksuvalmius ovat kohdillaan. Myös Rozeff (1982, 258) löysi selkeän investointipolitiikan ja osinkopolitiikan välisen yhteyden. Mikäli investointimahdollisuudet ovat rajalliset, eikä uusien mahdollisten investointien oleteta ylittävän pääoman kustannuksia, osinkojen maksaminen on tällöin järkevämpää, verrattuna tilanteeseen, jossa pääoman kustannusten ylittäviä investointimahdollisuuksia löytyy. (Kallunki ym. 2007, 44.)

Investointimahdollisuuksien voidaan ajatella linkittyvän myös yhtiön ikään, kokoon ja kypsyyteen. Nuoret ja pienet yhtiöt eivät jaa osinkoja usein lainkaan (Fama & French 2001, 3, 39). Vanhat yhtiöt sen sijaan esimerkiksi EU:n aineistolla tehdyssä tutkimuksessa jakavat osinkoja todennäköisemmin kuin nuoret yhtiöt ja samalla myös korkeampia osinkoja (von Eije & Megginson 2008, 349). Lisäksi esimerkiksi Suomessa on nähtävissä, että suurten yhtiöiden osingonjakosuhde on suurempi kuin pienillä yhtiöillä (Knüpfer & Puttonen 2018, 205).

Grullon, Michaely ja Swaminathan (2002, 422) toivat esille niin sanotun maturiteettihypoteesin. Tämän hypoteesin mukaan osingot kasvavat yhtiöllä sitä mukaan, kun sen siirtyy kypsempään vaiheeseen. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön ollessa kasvuvaiheessa sillä on useita positiivisen nettonykyarvon investointimahdollisuuksia, korkeat pääomakustannukset, matalat kassavirrat ja nopea liikevaihdon kasvu, jolloin osingot jäävät pieniksi. Kun yhtiö siirtyy kypsempänä vaiheeseen, investointimahdollisuudet vähenyvät, kasvu hidastuu, pääomakustannukset pienenevät ja vapaata kassavirtaa alkaa generoitumaan enemmän, jolloin voitonjaolle jää enemmän tilaa.

Denis ja Osobov (2008, 75-76, 80) tutkimustulokset kokoavat yllä mainittuja asioita, sillä heidän kansainvälisellä aineistolla tehdyssä tutkimuksessaan kävi ilmi, että selkein yhteys

yhtiöiden osinkopolitiikkaan oli yhtiön kertyneillä voittovaroilla, kannattavuudella, yhtiön koolla sekä kasvumahdollisuuksilla. Nämä asiat vaikuttaisivat olevan melko ristiriittaisia osingonjakoon vaikuttavia asioita merkittävimpien tutkimusten valossa.

2.4.3 Osinkohistoria ja konservatiivisuus

Lintnerin (1956, 99-101) tutkimuksessa yksikään yhtiö ei tehnyt osinkopäätöstään ilman, että sitä oltaisiin peilattu yhtiön osinkohistoriaan ja nykyiseen osinkotasoon. Merkittäväksi asiaksi nostettiin erityisesti osinkotason muutos, eikä niinkään uusi muodostettu osinkotaso itsessään. Yhtiöiden johtajat uskoivat sijoittajien arvostavan kohtuullisen taseisia tai kasvavia osinkoja, minkä vuoksi yhtiöiden harjoittamasta osinkopolitiikasta muodostui johdonmukaista. Vuotuisia osinkoja pyrittiin muuttamaan vain vähän suhteessa taloudellisiin tunnuslukuihin, sillä haluttiin pitää pelivaraa, ettei osinkoja jouduta lähitulevaisuudessa laskelmaan. Yhtiöiden johtajien asenne voitiin nähdä siis melko konservatiiviseksi, ja tämä johtui erityisesti yhtiöiden johtajien pelosta siitä, että mikäli osinkoja jouduttaisiin leikkaamaan tulevaisuudessa, olisi sijoittajien reaktio tähän erittäin epäsuotuisa.

Myös tuoreemmalla aineistolla Bravin ym. (2005) tekemä tutkimus antaa viitteitä siitä, että konservatiivisuus on edelleen keskeisessä asemassa yhtiöiden osingonjaossa. Suurin osa yhtiöiden johtajista näki osinkojen laskemisella olevan negatiivisia vaikutuksia ja samalla suurin osa pyrki välttämään osinkojensa laskemista. Mikäli yhtiöt uskoivat, että osingonjaosta seuraa väliaikainen maksuvalmiusriski, pyrki suurin osa yhtiöistä tässäkin tapauksessa välttämään osinkojensa leikkaamista. Myös osinkopolitiikan johdonmukaisuus ja osinkojen tasaisuus historiaan peilaten nousivat tärkeiksi asioiksi. (Brav ym. 2005, 493-494, 499, 520.) Toisaalta DeAngelo ja DeAngelo (1990, 1415, 1426-1427) tutkiesaan talousvaikeuksissa olevia yhtiöitä, nousi esille se, ettei yhtiöiden haluttomuus liittynyt niinkään osinkojen laskemiseen, vaan erityisesti osingonjaon poisjättämiseen kokonaisuudessaan, sillä jatkuvan osingonjaon ketjua ei haluttu rikkoa.

2.4.4 Signalointi

Osinkopolitiikkaa voidaan pitää signaalina yhtiön tilasta. Korkea osingonjakosuhde saat-
taa viestiä yhtiön vahvasta tulevaisuudesta. Toisaalta se voi kertoa myös siitä, ettei yhtiö
näe kovinkaan montaa tuottavaa investointimahdollisuutta. (Scott 2015, 504.) Koko tu-
loksen jakaminen osinkoina voi kertoa puolestaan siitä, että yhtiö pyrkii pitämään kiinni
aiemmasta osinkotasosta, tai toisaalta siitä, että se uskoo tulevan vuoden merkittävään
tulosparannukseen (Lidström & Lindström 2011, 316-317).

Osinkopolitiikka ei kuitenkaan välttämättä ole kovin tehokas signaali (Scott 2015, 504).
Myös tutkimusten valossa on hieman epäselvää, mikä osingonjaon informaation sisältö to-
dellisuudessa on. Mikäli yhtiö pyrkii osinkojensa muutoksilla kuitenkin signaloimaan jo-
tain yhtiön tulevaisuuden tuotoista, voidaan tätä pitää merkittävänä, sillä tällöin tämä an-
taa mahdollisesti myös viitteitä siitä, mikä on yhtiön osingonjakokyky tulevaisuudessa.

Millerin ja Modiglianin (1961, 430) mukaan osinkojen muutos välittää suoraa informaa-
tiota yhtiön tulevaisuuden tuottoennusteista. Kun yhtiö muuttaa osinkopolitiikkaansa, si-
joittajat näkevät tämän olevan viesti johdon näkemyksen muutoksesta liittyen yhtiön tu-
levaisuuden tuottoennusteisiin ja kasvumahdollisuuksiin. Myös suurin osa yhdysvalta-
laisten yhtiöiden johtajista näki, että osinkopäätökset välittävät informaatiota sijoittajille
(Brav ym. 2005, 491).

Myös Black (1996, 10) uskoo, että yhtiön osinkopolitiikka välittää informaatiota, sillä
oletuksella, että johtajien näkemykset tulevasta ovat kutakuinkin luotettavia. Koska yhtiöt
eivät lähtökohdin pidä osinkojensa laskemisesta, kasvattavat ne osinkojaan vain siinä ta-
pauksessa, kun ne uskovat yhtiön tulevaisuudennäkymien olevan positiiviset. Osinkoja
sen sijaan saatetaan laskea, mikäli yhtiö uskoo näkymien nopean elpymisen todennäköi-
syyden huonoksi. Nissim ja Ziv (2001, 2131) löysivät tutkimuksessaan osinkomuutosten
ja yhtiön tulevaisuuden kannattavuudella välillä selkeän linkin. Myös Skinnerin ja Solte-
sin (2011, 26) mukaan osingot sisältävät informaation sisälltöä yhtiön tulostilanteesta, mut-
tei kuitenkaan suoranaisesti signaloivat tulevaisuuden tuottojen muutoksia.

Sen sijaan Watts (1973, 211) näkee osinkojen informaattiosisällön mitättömänä. Myöskään Benartzi, Michaely ja Thaler (1997, 1031) eivät tutkimuksessaan kyenneet löytämään todisteita siitä, että osinkojen muutokset välittäisivät informaatiota yhtiön tulevaisuudentuottojen muutoksista. Samankaltaisiin tuloksiin päätyivät DeAngelo ja DeAngelo (1996, 369) ja Grullon, Michaely, Benartzi ja Thaler (2005, 1681). Benartzi ym. (1997, 1031-1032) pitivät kuitenkin tuottojen ja osinkojen muutoksen keskinäisen linkin olevan selkeä, mutta ennustesarvo osinkojen muutoksella nähtiin olevan kuitenkin minimaalinen. Viitteitä löytyi hieman kuitenkin siitä, että osinkojaan kasvattavilla yhtiöillä on pienempi todennäköisyys sille, että tulos laskisi tulevaisuudessa, verrattuna vastaavan tulokasvun yhtiöihin, jotka osinkoja eivät jaa.

Keskimäärin osakkeen hinta nousee välittömästi, kun yhtiön osingon nostosta ilmoitetaan ja päinvastoin (Ross ym. 2005, 519; Knüpfer & Puttonen 2018, 208). Tämän perusteella voitaisiin ajatella, että osingot välittävät informaatiota. Leppiniemi ja Virtanen (2003, 123) nostavat osinkojen antaman signaalin sitä suurempaan arvoon, mitä monimutkaisempaa tilispäätösinformaatio on.

Amihudin ja Lin (2006, 657-658) mukaan osinkojen informaattiosisältö on kuitenkin vähentynyt ajan saatossa, sillä institutionaalisten sijoittajien määrä on suurentunut. Institutionaalisia sijoittajia voidaan lähtökohdin pitää sivistyneempinä ja enemmän tietoisina yhtiön tilasta kuin yksityissijoittajia. Kun osingot julkaistaan, saattaa niillä tarkoitettu informaatio olla jo välittynyt osakkeen hintaan. Näyttöä löytyykin siitä, että osinkoilmoituksilla kurssireaktio on pienempi niillä yhtiöillä, joilla institutionaalisten sijoittajien määrä on suurempi. (Amihud & Li 2006, 657-658.) On myös esitetty, että mikäli yhtiöt haluaisivat viestiä yhtiön tilasta sijoittajille osingoillaan, tulisi tämän tapahtua pääosin pienillä ja tuntemattomilla yhtiöillä, mutta todellisuus on päinvastainen. (DeAngelo, DeAngelo & Skinner 2004, 453.) Denis & Osobov (2008, 76, 80) nostavat esille, että niillä yhtiöillä, jotka maksavat osinkoja, vaikuttaisi olevan pieni signaloinnin tarve, kun taas ne yhtiöt, joilla tarvetta olisi, eivät tähän kykene.

Kuten on nähtävissä, osinkojen informaattiosisältö ei ole missään määrin selkeä. Saattaa olla, että kyseessä on hyvinkin yhtiökohtainen asia, eikä suoranaisia yleistyksiä voida tehdä. Benartzi ym. (1997, 1032) antaa tosin hieman näyttöä siitä, että osinkojaan kasvat-

tavilla yhtiöillä tuloksen laskun todennäköisyys on pienempi, mikä antaisi myös siis viitteitä siitä, että osinkoaristokraateilla tulostulokset ovat positiiviset. Osakkeiden informaation sisältöön tulee joka tapauksessa suhtautua suurella varauksella.

2.4.5 Osakkeiden takaisinostot

Osakkeiden takaisinostot on yksi osakeyhtiölaissa mainittu voitonjakokeino (OYL 13:1§). Tässä voitonjakokeinossa yhtiö siis käytännössä ostaa pörssistä omia osakkeitaan takaisin, aivan kuin kuka tahansa muu sijoittaja (Knüpfer & Puttonen 2018, 210). Osakkeiden takaisinostojen suosio yhtiöiden voitonjakokeinona on noussut merkittävästi viime vuosikymmenten aikana, erityisesti Yhdysvalloissa (Grullon & Michaely 2002, 1682; Skinner 2008, 582; Brealey, Myers & Allen 2020, 426), mutta myös EU:ssa (von Eije & Megginson 2008, 348). Myös Suomessa 1997 astuneen osakeyhtiölain perusteella osakkeiden takaisinostoista tuli helpompaa, ja tätä mahdollisuutta yhtiöt myös Suomessa ovat aktiivisesti käyttäneet (Knüpfer & Puttonen 2018, 210; Martikainen & Vaihekoski 2015, 35). Yhdysvalloissa osakkeiden takaisinostot vastaavat volyymiltaan jo maksettujen osinkojen määrää (Brealey ym. 2020, 426). Osingonjaon osalta tällä on merkitystä, mikäli osakkeiden takaisinostot ovat syrjäyttämässä osinkoja voitonjakokeinona. Tästä johtuen on tärkeää tietää, mihin osakkeiden takaisinostojen suosio perustuu ja voidaanko osakkeiden takaisinostot nähdä substituuttina osingoille.

Yhdysvalloissa on vain vähän niitä yhtiöitä, joiden ainoana voitonjakokeinona toimisi osingot. Suurin osa toteuttaa osinkojen lisäksi myös osakkeiden takaisinostoja ja osa toteuttaa niitä pelkästään. Muutenkin Yhdysvalloissa osakkeiden takaisinostoa voidaan pitää jo dominoivana tapana voitonjaossa. Huomionarvoista kuitenkin on, että kypsässä vaiheessa olevat kannattavat yhtiöt jatkavat usein osinkojen jakamista, mutta ovat useimmiten ottaneet rinnalle myös osakkeiden takaisinostot. (Skinner 2008, 582, 607.) Lisäksi toimialakohtaisia eroja näyttäisi olevan jonkin verran sekä osinkojen että osakkeiden takaisinostojen osalta (Floyd, Li & Skinner 2015, 299). Huomioitavaa on, että EU:ssa osakkeiden takaisinostoja toteutetaan kuitenkin vähemmän kuin Yhdysvalloissa. Tosin laajemman skaalan osakkeiden takaisinosto-ohjelmat alkoivat EU:ssa myöhemmin kuin Yhdysvalloissa ja kasvu on ollut ainakin 2005 vuoteen asti sitäkin suurempaa. (von Eije &

Megginson 2008, 348.) Osakkeiden takaisinostot ovat kuitenkin tulevaisuudessa todennäköisesti yhä enenevä trendi (Skinner 2008, 607).

Osakkeiden takaisinostojen kasvaneelle suosiolle on esitetty useampiakin mahdollisia syitä ja niiden kirjo on kohtuullisen monimuotoinen. Tässä kohtaa on tärkeä huomioda, että voitonmaksu on vain yksi mahdollinen syy osakkeiden takaisinostoilta ylipäättään, eikä lähtökohdin edes yleisin syy. Yleisimmiksi esitetyt syyt osakkeiden takaisinostoilta ovat liittyneet pääomarakenteen kehittämiseen ja yritysostoihin varautumiseen. (Niskanen & Niskanen 2013, 156; Knüpfer & Puttonen 2018, 211.) Lisäksi syiksi on ilmoitettu johdon arvio yhtiön osakekurssin alhaisuudesta sekä uusien kannattavien investointimahdollisuuksien puute (Brav ym. 2005, 485).

Yhdysvaltalaisen yhtiöiden johtajat näkivät tehottoman verotuksen olevan merkittävä tekijä suosia osakkeiden takaisinostoja osinkoihin verrattuna (Brav ym. 2005, 507). Maailmassa ilman veroja ja transaktiokustannuksia osinkoja ja osakkeiden takaisinostoja voidaan pitää niin sanotusti samanarvoisina voitonmaksutapoina. Mikäli jompaa kumpaa verotetaan rankemmin, on se tällöin heikommassa asemassa toiseen nähden. (Allen, Bernardo & Welch 2000, 2499.)

Tällä hetkellä Yhdysvalloissa sekä myyntivoittoja että osinkoja verotetaan molempia 15 %:n verokannalla. Osinkoja verotetaan kuitenkin jo maksun yhteydessä, kun taas osakkeiden takaisinostoista saatu todennäköinen arvonnousu ja siitä aiheutuva vero tulee sijoittajan maksettavaksi vasta osakkeen myynnin yhteydessä. Näin ollen verotuksellisesta näkökulmasta osakkeiden takaisinostot omaavat verohyödyn osinkoihin nähden. (Ross ym. 2005, 513; Brealey ym. 2020, 425.) Lisäksi esimerkiksi Suomessa osinkoja verotetaan osiltaan kaksinkertaisesti (Lindström & Lindström 2011, 32), mikä antaa ylimääräistä verohyötyä osakkeiden takaisinostoihin nähden. Toisaalta Suomessa osingoista 15 % on verovapaata (TVL 3. osa 2:33a§), kun taas myyntivoittoja verotetaan täysimääräisesti (TVL 5. osa 1:124§), mikä ainakin kotimaisen yksityissijoittajan näkökulmasta saattaa tehdä osingoista houkuttelevamman ja verotehokkaamman vaihtoehdon (Knüpfer & Puttonen 2014, 206). Voitonmaksu on tosin siirtynyt paljolti osakkeiden takaisinostoihin myös niissä maissa, joissa verotusjärjestelmä on sellainen, että osinkojen kaksinkertainen verotus on lyöty alas, kuten Australiassa. Tässä verotusjärjestelmässä sijoittaja maksaa

normaalisti osinkoveron, mutta saa vähentää maksamansa veron määrästä yhtiön jo mak-
saman vero-osuuden. Vaikuttaisi selkeältä, että yksi osakkeiden takaisinostojen yleisty-
misen syy on nimenomaan veroetu suhteessa osinkoihin. (Brealey ym. 2020, 439-440.)

Yhdysvalloissa useiden yhtiöiden johtajat kertoivat, että yhtenä suurena syynä osakkei-
den takaisinostojen kasvulle on niiden joustava toteutusmahdollisuus. Lisäksi 66 % niistä
yhtiöstä, jotka eivät jakaneet voittoja tutkimusaikana, kertoivat, että mikäli alkaisivat ja-
kamaan voittoja nyt, niin toteuttaisi pelkästään osakkeiden takaisinostoja. Vain 22 % ker-
toi, että maksaisi voiton pelkästään osinkoina. Kuitenkin vain 20 % johtajista uskoi osak-
keiden takaisinostojen kiinnostavan yksityissijoittajia, kun vastaava luku osinkojen osalta
oli noin 50 %. (Brav ym. 2005, 485, 497, 509, 520.) Toisaalta ainakin Yhdysvalloissa
sijoittajat ovat suhtautuneet melko neutraalisti siihen, mikäli yhtiö on muuttanut voiton-
jakotapaa osingoista osakkeiden takaisinostoihin (Grullon & Michaely 2002, 1682-1683).
Brennan ja Thakorin (1990, 1015) luoman teorian mukaan voitonjaon suuruudella on
myös vaikutus voitonjakokeinon valintaan. Heidän mukaansa osingot tulevat todennäköi-
semmin kyseeseen, kun jaettava voitto on kohtuullisen pieni. Kun kyseessä on keskisuuri
tai suurempi voitonjako, tulee osakkeiden takaisinosto todennäköisemmin kyseeseen.
Tämä teorian pohjautuu idealle omistajien arvon maksimoinnista.

Bravin ym. (2005) tutkimuksen perusteella vaikuttaisi osiltaan siltä, että kun traditiosta
maksaa osinkoja on päästy eroon, niin suurin osa yhtiöistä toteuttaisi vain omien osak-
keiden takaisinostoja. Toisaalta yhtiöiden johtajat eivät kuitenkaan nähneet osakkeiden
takaisinostoja ja osinkoja substituutteina toisilleen. (Brav ym. 2005, 497.) Tutkimustu-
lostien välillä on kuitenkin hieman ristiriitaa siitä, mikä osakkeiden takaisinostojen ja osin-
kojen suhde on toisiinsa. Grullonin ja Michaelyn (2002) tutkimuksen mukaan Yhdysval-
loissa vuosien 1972 - 2000 aikana yhtiöt ovat käyttäneet osakkeiden takaisinostoja yhä
enenevässä määrin osinkojen substituuttina. Lisäksi yhä useampi osinkoja maksava yhtiö
on aloittanut osakkeiden takaisinostot osinkojen rinnalle. (Grullon ja Michaely 2002,
1682.) Toisaalta Ferris, Sen ja Yui (2006, 1171) ja Brealey, Myers ja Marcus (2007, 436)
eivät pidä näitä kahta voitonjakokeinoa substituuttina toisilleen. EU:n kattavalla aineis-
tolla tehty tutkimus sen sijaan esittää, että osingot ja osakkeiden takaisinostot voidaan
nähdä komplementteina toisilleen (von Eije & Megginson 2008, 348).

Useita erinäisiä selityksiä on esitetty, miksi näitä kahta voitonjakokeinoa ei voida nähdä toistensa substituuttina. Ensinnäkin osakkeiden takaisinostojen volatiliteetti nähdään paljon suurempana kuin osinkojen, sillä yhtiön ilmoittaessa osakkeiden takaisinosto-ohjelmasta se ei tee pitkäaikaista päätöstä varojensa jaosta (Brealey ym. 2007, 436). Volatiliteetin ollessa korkeampi, osakkeiden takaisinostot romahtavat huonoina talousaikoina enemmän kuin osingot (Brealey ym. 2020 426).

Toisaalta rinnalle on nostettu myös käyttäytymistieteellinen argumentti. Esimerkiksi vanhukset saattavat haluta ylimääräistä kulutusvaraa eläkepäivilleen. Tästä näkökulmasta osingot voidaan nähdä merkittävästi helpompana ratkaisuna kuin osakkeiden takaisinostot, sillä osingot maksetaan kohtuullisen tasaisesti, kun taas omien osakkeiden ostosta aiheutunut voitto pitää aina tulouttaa itse, jättäen riskin sille, että omistusta saattaa myydä liikaa omiin tarpeisiinsa nähden. (Ross ym. 2005, 518-519.) Lisäksi piensijoittajille pienten osakemäärien myyminen voi olla hankalaa, johtuen korkeista kaupankäyntikustannuksista suhteessa myyntimäärään (Knüpfer & Puttonen 2018, 208).

Myös osakkeiden likviditeetti on nostettu esille, sillä liiallinen osakkeiden takaisinosto saattaisi laskea osakkeen likviditeettiä niin paljon, että se vaikuttaisi negatiivisesti osakkeen arvoon (Brav. ym. 2005, 516). Suomen osakemarkkinoita voidaan pitää muutenkin niin sanotusti ohuina pääomamarkkinoina, jossa kaupankäynti on siis jo muutenkin kohtuullisen vähäistä. Tästä johtuen osakkeiden myyminen ei välttämättä ole edes relevantti vaihtoehto osingoille. (Niskanen & Niskanen 2013, 154.)

Näiden tutkimusten valossa on selkeää, että osakkeiden takaisinostojen suosio on noussut merkittävästi viimeisten vuosikymmenten aikana, mutta epäselvempää on, kuinka paljon tämä on todellisuudessa tapahtunut osinkojen kustannuksella. Ottaen kuitenkin huomioon, että isommat, kypsemmässä vaiheessa olevat kannattavat yhtiöt eivät luopuneet osingonjaostaan niinä vuosina, jolloin osakkeiden takaisinostojen kasvu oli merkittävää (Skinner 2008, 607), voidaan pitää todennäköisenä, että osinkoaristokraatit eivät luovu osingoistaan ainakaan lähitulevaisuudessa, sillä pääsääntöisesti osinkoaristokraatit ovat näitä isoja, kypsemmässä vaiheessa olevia kannattavia yhtiöitä. Mahdotonta on tietää, kuinka paljon osinkoja oltaisiin jaettu ilman osakkeiden takaisinostoja, mutta tämä ei ole tämän tutkielman kannalta edes relevanttia.

2.4.6 Verojen muutokset

On selvää, että sijoittajan kannalta veroilla on merkitystä sijoituksen kokonaistuottoon, mutta eri asia on, kuinka paljon tällä on todellisuudessa merkitystä yhtiön päätöksenteon osingonjaosta ja osinkopolitiikasta. Tässä osinkoverotuksella tarkoitetaan yksityissijoittajien maksamaa osinkoveroa listattujen pörssiyhtiöiden osingoista. Osakeyhtiön tarkoitus on tuottaa voittoa sen omistajilleen, mikäli yhtiöjärjestyksessä ei ole toisin määrätty (OYL 1:5§), joten jo pelkästään tämän perusteella mahdolliset muutokset osinkojen verotuksessa pitäisi periaatteessa koskettaa myös yhtiöitä jollain tavalla, sillä vaikuttaa han tämä suoranaisesti omistajien saamaan voittoon.

Suomessa luovutusvoittoa verotetaan täysimääräisesti 30 prosentin verokannalla (TVL 5. osa 1:124§), kun taas osingoista 15 prosenttia on verovapaata ja 85 prosenttia veronalaista (TVL 3. osa 2:33a§). Kun pääomatulot ylittävät 30 000 euroa vuodessa, verotetaan tästä ylittävää osuutta 34 prosentin verokannalla (TVL 5. osa 1:124§). Näin ollen yksityissijoittaja maksaa osingoista veroa joko 25,5 % tai 28,9 %, riippuen pääomatulojen määrästä (Veronmaksajat 2018). Yhtiöitä verotetaan niiden voitosta 20 prosenttia yhteisöverokannan mukaisesti (Vero 2019). Koska myös yhtiöiden voittoja verotetaan, aiheutuu tästä osittainen osinkojen kaksinkertainen verotus (Lindström & Lindström 2011, 32).

Verojen vaikutukset yhtiöiden osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan ovat tutkimusten valossa hieman ristiriidassa keskenään. Iso-Britannian aineistolla tehdyssä tutkimuksessa alhaisempi osinkojen verotaakka sijoittajille nähtiin vaikuttavan osinkoja kasvattavasti ja päinvastoin (Lasfer 1996, 470). Toisaalta Ferris ym. (2006, 1150) eivät havainneet, että Isossa Britanniassa yksityishenkilöiden osinkoverotuksen kiristäminen vuonna 1997 olisi vaikuttanut yhtiöiden osinkopolitiikkaan. Myöskään La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ja Vishny (2000, 27) eivät löytäneet verojen ja osingonjaon välillä yhteyttä kansainvälisellä tutkimusaineistolla mitattaessa.

Bravin ym. (2005) tekemä haastattelu- ja kyselytutkimus Yhdysvaltalaisien yhtiöiden johtajille osoitti, että useimmissa yhtiöissä verotus nähtiin olevan harkinnanvarainen asia osinkopäätöksiä tehdessä, muttei kuitenkaan dominoiva osinkopolitiikkaan tai osingonjakoon vaikuttava tekijä. Pienelle osalle yhtiöistä verotuksella saattaa olla suurempi mer-

kitys. Vain noin 20 prosenttia osinkoja jo maksavien yhtiöiden johtajista näki, että yksityishenkilöiden verotuksella olisi merkitystä osingonjakoon. (Brav ym. 2005, 486, 507, 509, 522.)

Chetty ja Saezin (2005) tutkimus on kuitenkin jokseenkin ristiriidassa Bravin ym. (2005) tutkimuksen kanssa. He tutkivat Yhdysvalloissa vuonna 2003 tehdyn merkittävän osinkojen verokevennyksen vaikutuksia yhtiöiden osingonjakoon. Tulokset osoittavat, että yhtiöt vastasivat nopeasti ja kohtuullisen aggressiivisesti tähän verouudistukseen, sillä monet yhtiöt kasvattivat osinkojaan merkittävästi ja keskimäärin niitä kasvatettiin 20 % ensimmäisen kuuden kvartaalin aikana verouudistuksesta. Lisäksi myös uusien osinkoa maksavien yhtiöiden määrä nousi suhteellisen paljon. (Chetty & Saez 2005, 791-793, 828.)

Brav, Graham ja Harvey (2008) jatkoivat tämän kyseisen verouudistuksen vaikutusten tutkimista. Tulokset osoittavat, että vaikka uusien osingonmaksajien määrä nousi verouudistuksen jälkeen suhteellisen paljon, jäi tämä kasvu lyhytaikaiseksi. Muutenkaan näiden yhtiöiden johtajat eivät pitäneet verouudistusta pääasiallisena syynä osinkojen maksun aloittamiselle. Lisäksi havaittiin, että verouudistuksella oli pienempi vaikutus niihin yhtiöihin, joilla oli takana jo pitkä osinkohistoria. Huomionarvoista on myös se, että kyseisessä verouudistuksessa myös myyntivoittojen verokanta alennettiin osinkojen tasolle. Osakkeiden takaisinostojen määrä kasvoi verouudistuksen jälkeen enemmän kuin osinkojen, mikä antaa osiltaan viitteitä siitä, että verojen merkitys osinkojen muutoksessa on vain toissijainen seikka. (Brav ym. 2008, 381, 395.)

Buchanan, Chao, Liljeblom ja Weihrich (2017) tutkiessaan Yhdysvalloissa yksityishenkilöitä koskevan vuosien 2011 ja 2013 verokiristysten vaikutuksia yhtiöiden osingonjakoon selvisi, että vuotta ennen verokiristystä, eli vuosina 2010 ja 2012, yhtiöt jakoivat epätavallisen suuria osinkoja (Buchanan ym. 2017, 196). Eli mikäli tietoon tulisi mahdollinen osinkoverotuksen kiristäminen, maksaisivat yhtiöt todennäköisesti kertaluonteisia erikoisosinkoja ennen verouudistuksen voimaantuloa. Tämä todistaa osiltaan sitä, että yhtiöt pyrkivät maksimoimaan omistajiensa arvoa. (Hanlon & Hoopes 2014, 123.) Suomessa verohyvitysjärjestelmästä luopuminen johtikin vuonna 2005 siihen, että lisäosinkoja maksettiin poikkeuksellisen paljon vuosien 2003 - 2004 aikana. Tämä uudistus johti käytännössä osinkotulojen osittaiseen kaksinkertaiseen verottamiseen, sillä sekä yhtiö

että sijoittajat maksavat lähtökohdin veroja samasta voitosta. (Lindström & Lindström 2011, 32, 229; Korkeamäki, Liljeblom & Pasternack 2010, 586.)

Ennen vuotta 2005 verohyvitysjärjestelmä perusidea oli se, että sijoittajalle osoitetun osinkoveron maksoi osingon jakanut yhtiö (LYH 2:4§; Toukko 2019). Vuoden 2005 jälkeiset osinkoihin liittyvät uudistukset ovat liittyneet lähinnä verojen kiristämiseen (Martikainen & Vaihekoski 2015, 152). Seuraavaan taulukkoon (taulukko 1) on koottu osinkoverotuksen muutokset lähihistoriassa. Tätä taulukkoa hyödynnetään myös empiriaa koskevassa luvussa, jotta veromuutosten vaikutuksia pystytään peilaamaan osinkoaristokraattien osingonjakoon.

Taulukko 1: Listatun pörssiyhtiön yksityishenkilöä koskevan osinkoverotuksen muutokset lähihistoriassa. (Vero 2019.)

2005	2012	2014	2017
Yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä luopuminen, pääomatulon veroprosentti laski 29 % → 28 %, osingoista 70 % veronalaista pääomatuloo, 30% verovapaata	Pääomatulon veroprosentti nousi 28 % → 30 %, 50 000€ ylimenevältä osuudelta pääomatulon verokanta 32 %	40 000€ ylimenevältä osuudelta pääomatulon verokanta 32 %, osingoista 85 % veronalaista pääomatuloo, 15 % verovapaata	30 000€ ylimenevältä osuudelta pääomatulon verokanta 34 %

Näiden esitettyjen tutkimustulosten valossa vaikuttaisi siltä, että yhtiöt eivät lähtökohdin tee osinkopäätöksiään pääasiallisesti verotusperusteisiin syihin vedoten, vaan niiden osuus on pikemminkin marginaalinen. Lyhyellä tähtäimellä verotusperusteiset syyt kuitenkin saattavat vaikuttaa osinkojen määrään. Toisaalta Bravin ym. (2008, 395.) tutkimuksen mukaan pitkään osinkoja maksavilla yhtiöillä veromuutoksilla on pienempi vaikutus, eli tämän perusteella myös osinkoaristokraattien suhtautuminen veroihin saattaa olla lievämpi. Kuitenkaan merkittäviä tutkimuksia ei ole siitä, miten yhtiöt todellisuudessa reagoisivat, mikäli veroja kiristettäisiin nimenomaan kassaosinkojen osalta merkittävästi, ja muut voitonjakokeinot jätettäisiin paljon edullisemman verotuksen piiriin. Tämänkaltaiset radikaalit verotuspäätökset tuskin ovat kuitenkaan kovin todennäköisiä.

2.4.7 Erilaiset omistajakunnat (cliente effect)

Maassa, jossa osinkoja verotetaan rankemmin kuin myyntivoittoja ja myyntivoittoja verotetaan vasta niiden realisoituessa, on sijoittajalle periaatteessa houkuttelevampi yhtiö se, joka maksaa osinkoja vähemmän tai ei ollenkaan (Black 1996, 9, 11). Toisaalta jollekin säätiölle ja yhdistyksille osingot saattavat olla hyvin merkittäviä, sillä vain osingot ovat käytettävissä kyseisen organisaation toimintaan, kun taas osakkeiden myynti saattaa olla kiellettyä (Knüpfer & Puttonen 2018, 208; Leppiniemi & Virtanen 2003, 122-123). Tämänkaltaisista tilanteista johtuen erilaisten osinkopolitiikan omaaville yhtiöille saattaa muodostua erilaiset omistajakunnat, mistä käytetään nimitystä cliente effect (Niskanen & Niskanen 2013, 154). On esitetty, että juuri tämän takia yhtiöillä saattaa olla haluttomuutta muuttaa omaa osinkopolitiikkaansa, sillä muutokset omistajakunnassa saattaisi vaikuttaa negatiivisesti yhtiön osakekurssiin (Graham & Kumar 2006, 1333). Toisaalta viitteitä löytyy myös siitä, ettei esimerkiksi osinkojen poisjättäminen välttämättä muuta yhtiön omistusrakennetta merkittävästi (Michaely, Thaler & Womack 1995, 605).

Michaelyn ym. (1995, 600) mukaan cliente effect voi johtua joko taloudellisista tai psykologisista syistä. Niskasen ja Niskanen (2013, 154) nostavat yhdeksi merkittävimmäksi tekijäksi erilaisten omistajakuntien muodostumiselle eri omistajakuntien verotukselliset eroavaisuudet. Yhtiöt saattavat pyrkiä tunnistamaan omistajakuntansa verorakenteet ja tämän tiedon perusteella muodostaa osinkopolitiikkaansa. (Niskanen & Niskanen 2013, 154.) Rossin ym. (2005, 522) mukaan korkean verokannan omaavat sijoittajat suosivat todennäköisesti yhtiöitä, jotka jakavat hyvin pieniä osinkoja tai ei osinkoja lainkaan. Alhaisen verokannan omaavat sijoittajat sen sijaan suosisivat alhaisen tai keskitason osinkoja maksavia yhtiöitä. Verovapaat instituutiot suosisivat keskitason osinkoja maksavia yhtiöitä ja yhtiöomistajat korkeita osinkoja maksavia yhtiöitä.

Erityisesti verouudistuksiin liittyvät tutkimukset antavat clientele effectistä vahvinta näyttöä. Yhdysvalloissa 2003 vuoden verokevennyksen myötä oli nähtävissä, että osinkojaan muuttivat erityisesti ne yhtiöt, joiden omistajakuntaa verouudistus kosketi. Käytännössä tämä tarkoitti siis sellaisia yhtiöitä, joiden omistajakunta koostui pääosin verovelvollisista yksityissijoittajista tai kokonaan tai osittain verovelvollisista institutionaalisista sijoittajista. Toisaalta ne yhtiöt, joiden omistajakunta sisälsi pääosin osinkoverosta

vapautettuja instituutioita, eivät pääasiallisesti osinkojaan kasvattaneet. (Chetty & Saez 2005, 791, 822.)

Myös Suomea koskettaneen 2005 vuoden verouudistus vaikutti enemmän niiden yhtiöiden osingonjakoon, joiden omistajakunta koostui ihmisistä, joita verouudistus koski. Tämä näkyi näiden yhtiöiden korkeampina kertaluonteisina osinkoina ennen verouudistuksen voimaantuloa. Viitteitä löytyi myös siitä, että yhtiöiden omistajakunnat muuttuivat verouudistuksen jälkeen, riippuen juuri yhtiön senaikaisesta osingonjaosta. (Korkeamäki ym. 2010, 586.) Sen sijaan esimerkiksi Lasfer (1996, 470) ei löytänyt näyttöä clientele effectistä veroihin liittyen Iso-Britannian aineistolla tehdyssä tutkimuksessaan.

Tutkimusten valossa eri sijoittajaryhmät suosivat selkeästi erilaisen osinkopolitiikan omaavia yhtiöitä. Grinsteinin ja Michaelyn (2005, 1422) sekä Grahamin ja Kumarin (2006, 1332) tutkimusten perusteella instituutiot yleisesti suosivat osinkoja maksavia yhtiöitä, mutteivat kuitenkaan erityisen korkean osinkotason yhtiöitä. Päinvastoin viitteitä löytyy siitä, että instituutiot jopa vähentävät omistuksiaan osinkoja kasvattaviin yhtiöihin Grinsteinin ja Michaelyn (2005, 1422). Amihudin ja Lin (2006, 658) tutkimus osoittaa, että ne yhtiöt, joilla institutionaalisten sijoittajien määrä on suurempi, kasvattavat osinkoja epätodennäköisemmin. Toisaalta Short, Zhang & Keasey (2002, 118-119) löysivät Iso Britannian aineistolla tehdyssä tutkimuksessa institutionaalisten sijoittajien määrällä olevan kasvattava vaikutus osingonjakosuhteeseen. Michaelyn ym. (1995, 600) mukaan suuret yhtiöt ovat pitkälti instituutioiden omistamia, kun taas pienet yhtiöt yksityisten sijoittajien.

Itävallassa tehdyssä tutkimuksessa sen sijaan selvisi, että valtion omistamilla yhtiöillä tavoitteellinen osingonjakosuhte on kohtuullisen suuri, kun taas perheomisteisilla yhtiöillä melko matala (Gugler 2003, 1318). Lisäksi yhtiöiden sisäisen (johdon) omistuksen määrällä on nähty olevan negatiivinen vaikutus osinkotasoon (Rozeff 1982, 258; Jensen, Solberg & Zorn 1992, 261; Short ym. 2002, 119). Toisaalta Yhdysvaltojen vuoden 2003 verouudistuksen myötä on löydetty todistetta siitä, että niiden yhtiöiden osinkoja kasvatettiin keskimäärin enemmän, joiden johtajilla oli verohoukutin, eli käytännössä yhtiöiden, joissa johtajilla oli suuri osakeomistus ja vähäinen osakeoptio-omistus (Chetty & Saez 2005, 791). Rozeffin (1982, 258) mukaan osakkeenomistajien määrällä on myös

vaikutusta osingonjakoon, eli mitä laajempi omistajakunta yhtiöllä on, sitä suurempi oletettava osinkotaso.

Myös yksityissijoittajien sisällä on nähtävissä erilaisia omistajakuntia. Grahamin ja Kumarin (2006, 1332-1333) tutkimuksen mukaan yksityissijoittajat eivät lähtökohdin suosi osinkoja maksavia yhtiöitä, mutta niiden sijoittajien sisällä ketkä suosivat, on eroja nähtävissä. Sijoittajan iällä on nähty olevan merkitystä, sillä iäkkäämmät ihmiset näyttäisivät suosivan korkeamman osinkotason yhtiöitä ja päinvastoin. Näin tekee tutkimustulosten valossa myös alhaisen tulotason ihmiset ja toisaalta tulotason noustessa osinkojen merkitys pienenee. (Graham & Kumar 2006, 1332-1333.) Lisäksi jopa yhtiön pääkonttorin sijainnilla on nähty olevan yhteys clientele effectiin ja näin yhtiöiden osingonjakoon. Tämä on esitetty johtuvan siitä, että yksityissijoittajien taipumuksena on omistaa paikallisia yhtiöitä ja toisaalta iäkkäillä ihmisillä korkean osinkotason yhtiöitä. Mikäli yhtiön pääkonttori sijaitsee alueella, jossa on suhteellisen paljon iäkkäitä ihmisiä, saattaa tämä nostaa vaatetta korkeammille osingoille. Samalla myös tällaisilla alueilla sijaitsevilla yhtiöillä on suurempi alttius aloittaa osingonjako, mikäli ei osinkoja vielä jaa. (Becker, Ivkovic & Wesbenner 2011, 682.)

Tutkimusten valossa on myös nähty, että institutionaalisilla sijoittajilla saattaisi olla vaikutusvaltaa yhtiöiden osinkopolitiikkaan jossain määrin. Chettyyn ja Saezin (2005, 822) mukaan instituutiot vaikuttavat suoraan yhtiöiden hallitukseen. Grinsteinin ja Michaelyn (2005) tutkimuksen mukaan sellaisilla yhtiöillä, joilla institutionaalisia omistajia on vain muutama, saattaa olla kohtuullisen suurikin mahdollisuus vaikuttaa yhtiön osinkopolitiikkaan. Toisaalta mikäli yhtiön omistuskuntaa kuului hyvin hajautettu määrä institutionaalisia sijoittajia, ei tällaista vaikutusta ollut havaittavissa. (Grinstein & Michaely 2005, 1422.) Grinstein ja Michaely (2005, 1422) eivät löytäneet kuitenkaan näyttöä sille, että yhtiöt pyrkisivät houkuttelemaan institutionaalisia sijoittajia kasvattamalla osinkojaan, toisin kuin Allen ym. (2000, 2531-2532) esittävät. Myöskään suurin osa yhtiöiden johtajista Bravin ym. (2005, 510) tutkimuksessa eivät nähneet, että he pyrkisivät houkuttelemaan institutionaalisia sijoittajia omistajikseen. Johtajat eivät myöskään nähneet, että institutionaalisilla sijoittajilla olisi suurempi vaikutus yhtiön osinkopäätöksiin kuin yksityissijoittajilla.

Näiden tutkimusten valossa vaikuttaisi selkeältä, että yhtiöiden omistajakuntia ei pidä missään määrin sivuuttaa arvioitaessa yhtiön osinkopolitiikkaa ja osingonjakoa. Empiiriseen tarkasteluun tuo haastetta se, ettei yhtiöt välttämättä julkaise kovinkaan tarkasti omistajakuntansa rakennetta. Toisaalta pääpiirteet tulisi kuitenkin olla saatavilla julkisesta datasta.

2.4.8 Muut tekijät

La Portan ym. (2000, 27) kansainvälisen tutkimuksen mukaan maissa, joissa vähemmistösijoittajien oikeusturva on parempi, maksetaan korkeampia osinkoja, verrattuna maihin, joissa oikeusturva on huonompi. Sen sijaan Brockmanin ja Unlun (2009, 297) tutkimuksessa selvisi, että niissä maissa, joissa velkojien oikeudet ovat paremmat, jaetaan osinkoja todennäköisemmin. Lambert, Lanen ja Larcer (1989, 424) nostavat taas esille sen, että johdon optio-ohjelmien käyttöönotto vaikuttaa laskevasti osingonjakoon.

Lintner (1956, 104) nosti muiksi mahdollisiksi osinkopolitiikkaan vaikuttaviksi tekijöiksi muun muassa käyttöpääoman vaatimukset, sisäiset rahavirrat, johtajien näkemykset sijoittajien preferensseistä, kilpailevien yhtiöiden osinkomuutosten nopeus sekä johtajien luottamus esitettyjen tunnuslukujen vakauteen. Toisaalta osingonjakoon taustalla saattaa olla hyvin erikoisetkin syyt, kuten esimerkiksi yhtiöiden juhlavuodet. Esimerkiksi vuonna 2010 Kone Oyj tuplasi B-osakkeensa osingon 100-vuotisen toiminnan kunniaksi. (Lindström & Lindström 2001, 230.)

2.4.9 Tulevaisuusaspekti

Osingonjaon kannalta tärkeää on tietää mihin suuntaan se on tulevaisuudessa mahdollisesti menossa ja tuleeko raamit osingonjaon ympärillä muuttumaan merkittävästi. Osingonjaon katoamisesta ja muutoksesta on tehty useampia tutkimuksia eri maiden kattavilla aineistoilla.

Ensimmäisenä merkittävänä tutkimuksena osinkojen katoamisilmiöön liittyen voidaan pitää Faman ja Frenchin (2001) tutkimusta. He tutkivat listattujen pörssi-yhtiöiden osingonjakoa Yhdysvaltojen markkinoilla välillä 1972 - 1999. Kun vielä vuonna 1971 hieman yli 50 prosenttia yhtiöistä jakoi osinkoja, oli vastaava luku vuonna 1999 noin 20 prosenttia. Osasyynä laskuun Fama ja French nostivat sen, että vuonna 1999 uusista listautuvista yhtiöistä yhä suurempi osa oli sellaisia, jotka eivät ole koskaan maksaneet osinkoja: kooltaan pieniä, alhainen tulos ja suuret investointihankkeet suhteessa tulokseen. Aiemmin listautuvien yhtiöiden peruslähtökohdat olivat hieman erilaiset. Huomioitavaa kuitenkin on, että osingonjakajien osuus myös positiivisen tuloksen yhtiöiden keskuudessa laski tutkimusaikajakson aikana. Lasku ei koskenut pelkästään pieniä yhtiöitä, vaan myös suuremmista yhtiöistä tuli epätodennäköisempiä osingonjakajia. Vaikka investointitarpeita ei ollut, oli osingonjako muuttunut kuitenkin epätodennäköisemmäksi. Suurten ja kannattavien yhtiöiden osingonjakajien suhteellisen määrä lasku ei ollut kuitenkaan kovinkaan suuri. (Fama & French 2001, 39-40.)

DeAngelo ym. (2004) päätyivät samankaltaisiin tuloksiin kuin Fama ja French (2001), joskin tutkimuskohteena olivat teollisuussektorin yhtiöt. DeAngelo ym. (2004) nostivat osingonjakajien laskun johtuvan pääosin hyvin pieniä osinkoja jakaneiden yhtiöiden määrän laskusta. Lisäksi hyvin moni yhtiöistä oli joutunut yrityskauppojen kohteeksi vuoden 1978 jälkeen, jolloin Yhdysvalloissa osinkoja jakavien yhtiöiden määrä oli enimmillään. Toisaalta ne yhtiöt, jotka jatkoivat osinkojen jakamista läpi koko tutkimusaikajakson, eivät osingonjakosuhdetta merkittävästi muuttaneet mihinkään suuntaan. Lisäksi huomioitavaa on, että absoluuttinen kokonaisosinkojen kertymä on kuitenkin kasvanut Yhdysvalloissa 1978 – 2000 välisenä aikana, eli käytännössä osingot ovat keskittyneet pienempään määrään yhtiöitä. (DeAngelo ym. 2004, 452.) Myös myöhemmin Yhdysvalloissa on nähtävissä samankaltaista kehitystä, sillä esimerkiksi vuoteen 2017 mennessä osinkojen absoluuttinen kokonaismäärä on jatkanut kuitenkin nousuaan (Brealey ym. 2020, 426).

Osinkoja maksavien yhtiöiden määrän lasku ja osingonjakajien keskittyminen pienempiin ryhmiin näyttäisi olevan trendi myös muualla kuin Yhdysvalloissa. Ferris ym. (2006) tutkivat kyseistä ilmiötä Iso Britannian aineistolla aikajaksolla 1988 - 2002 ja tulokset olivat samansuuntaiset Faman ja Frenchin (2001) ja DeAngelon ym. (2004) kanssa. Toisaalta laskua ei kuitenkaan nähty niin merkittävänä ja pitkäaikaisena kuin Yhdysvalloissa

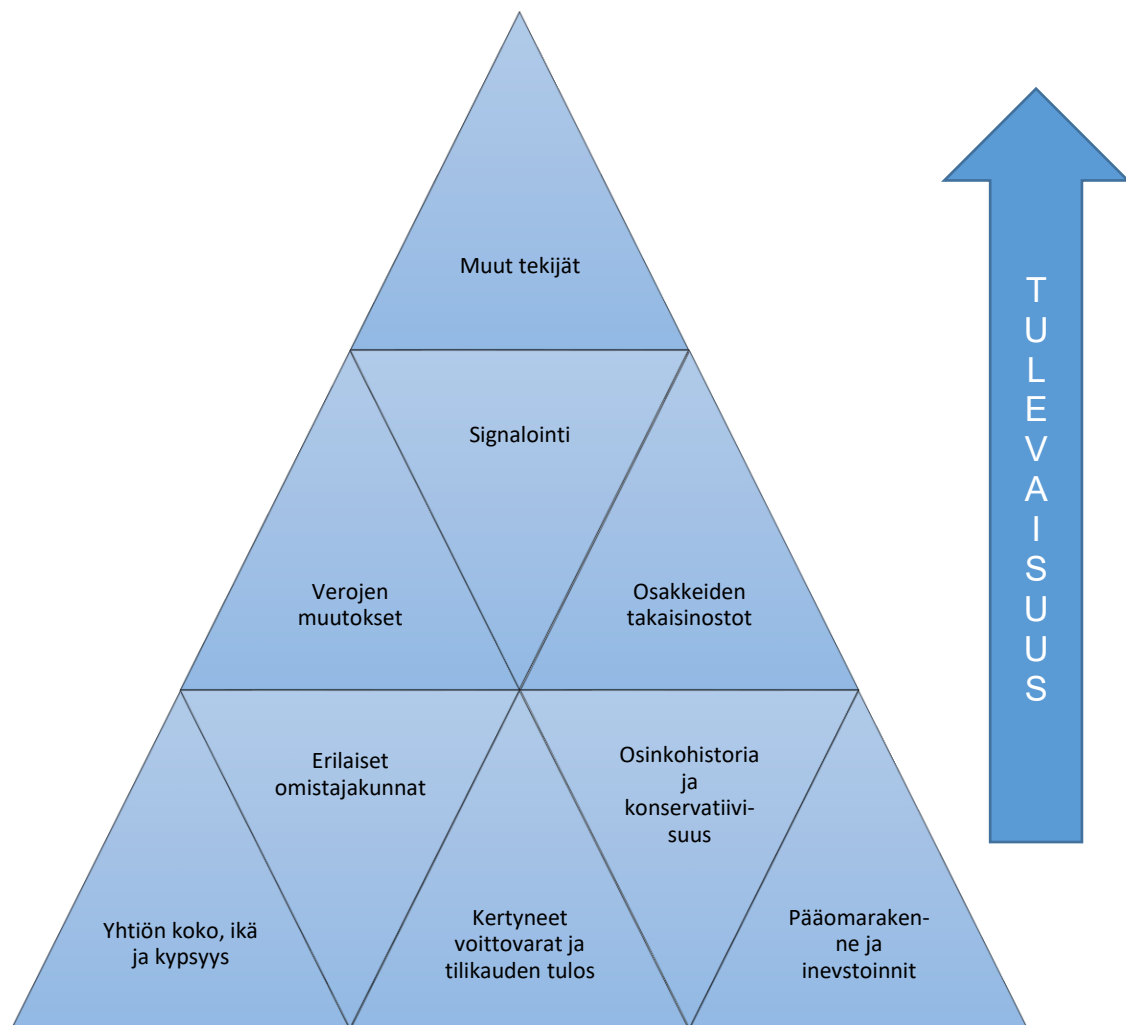
(Ferris ym. 2006, 1150-1151.) Myös von Eijen ja Megginsonin (2008, 348) EU:n yhtiöiden kattavalla aineistolla (vuodet 1989 - 2005) tehdyssä tutkimuksessa on päädytty aiemmin esitettyjen tutkimusten kaltaisiin tuloksiin. Samankaltaisiin tuloksiin päätyivät myös Denis ja Osobov (2008, 76-77, 80) kansainvälisellä tutkimusaineistolla. Vaikka aleneva lattius jakaa osinkoja on levinnyt Yhdysvalloista muualle maailmaan, Denis ja Osobov näkivät laskun olleen kuitenkin kohtuullisen pientä ja toisaalta lasku kohdistuu erityisesti uusiin listautuviin yhtiöihin.

Toisaalta myöhemmin Yhdysvalloissa tilanne on ainakin osiltaan kääntynyt. Floyd ym. (2015) tutkivat teollisen sektorin ja pankkisektorin yhtiöiden osingonjakoa välillä 1988 - 2012. Nämä antavat näyttöä siitä, että absoluuttisen osingonmäärän lisäksi myöhemmin myös osingonjakajien määrä olisi näillä sektoreilla kasvanut. Erityisesti pankkisektorin yhtiöillä osingot näyttävät olevan suuressa roolissa voitonjaossa ja muutenkin nämä ovat kasvattaneet osakekohtaisen osinkonsa määrää kohtuullisen nopeasti. Tämän tutkimuksen valossa osingot vaikuttaisivat olevan kohtuullisen pysyviä eikä merkkiä näy siitä, että ne olisivat katoamassa. (Floyd ym. 2015, 299, 301, 313.) Skinner ja Soltesin (2011, 26) mukaan on myös epätodennäköistä, että osakkeiden takaisinostot tulisivat kokonaan korvaamaan osingot, sillä he näkevät osinkojen sisältävän informaatiota yhtiön tuottojen laadussa.

Edellä mainittujen tutkimusten perusteella vaikuttaisi siltä, että vaikka erityisesti Yhdysvalloissa osingonjako on ainakin jossain kohtaa melko rajustikin vähentynyt yhtiöiden keskuudessa, on kuitenkin osingonjako pääsääntöisesti lisääntynyt niiden yhtiöiden keskuudessa, jotka ovat osinkoja aiemminkin jakaneet. Lisäksi Yhdysvaltojen ulkopuolella tämä osinkojen keskittyminen tiettyihin yhtiöihin ei ole ollut niin selkeää (Denis & Osobov 2008, 80). Näin ollen osinkoja jakavien yhtiöiden keskuudessa osingonjaolle tuskin on tulossa loppua ainakaan lähitulevaisuudessa, tutkimustulosten perusteella päinvastoin.

2.4.10 Yhteenveto osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan vaikuttavista tekijöistä

Kuten aiemmin on käynyt ilmi, osingonjakoon vaikuttaa todennäköisesti useita eri tekijöitä, joskin osa niistä on selkeämpiä tutkimusten valossa kuin toiset. Huomioitavaa kuitenkin on, ettei näidenkään tekijöiden mainitsemisen jälkeen voida sanoa, että kaikki osingonjakoon vaikuttavat tekijät olisivat tulleet ilmi. Kenttä on erittäin monimuotoinen ja kompleksi ja tutkielman kannalta oleellista on pystyä tunnistamaan merkittävimmät tekijät.



Kuvio 1. Yhteenveto osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan vaikuttavista tekijöistä

Yllä oleva pyramidi (kuvio 1) on koottu sillä ajatuksella, että pohjimmaisina tekijöinä on esitetty ne, jotka varmimmin vaikuttavat yhtiön osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan.

Korkeammalle noustessa epävarmuus suurenee. Tekijöiden paikka tietyssä kohtaa pyrkii noudattamaan sitä, kuinka paljo aiemmin esitetyssä kirjallisuudessa ja tutkimuksissa löytyy ristiriitaista tietoa. Alemman tason tekijöiden merkitystä voidaan pitää suurempana, koska ristiriitaisuutta esiintyy vähän tai ei ollenkaan. Korkeamman tason tekijöihin sen sijaan tulee suhtautua suuremmalla varauksella. Huomioitavaa kuitenkin on, että rajat eivät ole niin suoraviivaisia kuin pyramidi antaa olettaa. Yhtiön yksityiskohtaiset ominaisuudet saattavat vaikuttaa merkittävästi siihen, mitä asioita yhtiö osingonjaossa painottaa. Pyramidi ei perustu mihinkään aiemmin muodostettuun malliin osingonjaosta, vaan aiemmin esitettyyn kirjallisuuskatsaukseen.

Kertyneet voittovarot on esitetty pyramidin alimmassa osiossa, sillä ne ovat osa yhtiön vapaata omaa pääomaa, josta yhtiö käytännössä pystyy varojaan jakamaan (OYL 8:1§; OYL 13:1§; OYL 13:5§). Näin ollen kertyneitä voittovaroja voidaan pitää osingonjaon yhtenä kulmakivenä, sillä ilman niitä osingonjako ylipäänsä ei ole mahdollista. Myös tilikauden tulos on esitetty pyramidin alimmassa osassa, johtuen kohtuullisen yhdenmukaisista tuloksista siitä, mikä on tilikauden tuloksen merkitys osingonjaossa (Lintner 1956; DeAngelo & DeAngelo 1990; DeAngelo ym. 1992; Skinner & Soltes 2011). Lisäksi vapaata omaa pääomaa pystytään kasvattamaan nimenomaan voittoa tekemällä (Leppiniemi 2009, 217.), minkä vuoksi tuloksen merkitystä voidaan pitää toisena osingonjaon kulmakivenä. Sekä tilikauden tulos (kannattavuus) ja kertyneet voittovarot nousivat merkittävämmiksi osingonjakoon liittyviksi tekijöiksi Deniksen ja Osobovin (2008) tutkimuksessa.

Myös pääomarakenteen merkitys osingonjakoon liittyen on nostettu usein merkittäväksi seikaksi (Kallunki ym. 2007, 45; Martikainen & Vaihekoski 2015, 118-119; Von Eije & Megginson 2008; Knüpfer & Puttonen 2018, 206; Lindström & Lindström 2011, 229), minkä vuoksi se on pyramidissakin esitetty pohjatasolla. Myös investointimahdollisuuksilla on nähty olevan selkeä yhteys osingonjakoon (Brav ym. 2005; Rozeff 1982) ja tämän vuoksi ne on esitetty pyramidin alimmalla tasolla. Yhtiön koko, ikä ja kypsyys on nähty linkittyvän myös vahvasti osingonjakoon (Fama & French 2001; von Eije & Megginson 2008; Grullon ym. 2002; Denis & Osobov 2008; Knüpfer & Puttonen 2018, 205).

Konservatiivisuus ja osinkohistoria on nostettu pyramidissa hieman ylemmäksi, joskin molempien osalta vahva näyttö yhteydestä osingonjakoon on olemassa (Lintner 1956;

Brav ym. 2005). Talousvaikeuksissa olevien yhtiöiden osalta tilanne on nähty kuitenkin hieman erilaisena (DeAngelo & DeAngelo 1990). Omistajakunnat on myös nostettu tälle samalle tasolle, sillä näyttöä niiden vaikutuksesta osingonjakoon on (Graham & Kumar 2006; Chetty & Saez 2005; Korkeamäki ym. 2010; Amihud & Lin 2006; Short ym. 2002; Rozeff 1982; Jensen ym. 1992; Gugler 2003; Grinstein & Michaely 2005; Allen ym. 2000), mutta päinvastaista tai hieman ristiriitaista näyttöä löytyy myös (Michaely ym. 1995; Lasfer 1996; Brav ym. 2005).

Verojen muutokset on nostettu pyramidissa melko korkealle, johtuen kohtuullisesta ristiriitaisuuden määrästä tutkimusten valossa. Lasferin (1996), Chettyn ja Saezin (2005), Korkeamäen ym. (2010), Hanlonin ja Hoopesin (2014) sekä Buchanan ym. (2017) tutkimukset puoltavat osingonjaon ja verojen muutosten yhteyttä, kun taas Ferriksen ym. (2006), La Portan ym. (2000), Bravin ym. (2005) ja Bravin ym. (2008) tutkimuksissa linkki osingonjaon ja verojen muutoksen välillä on olematon tai sitä ei ole lainkaan. Näkemykset ja tutkimukset liittyen osakkeiden takaisinostojen ja osingonjaon väliseen yhteyteen ovat myös melko erinäisiä, minkä vuoksi ne on sijoitettu pyramidissa kohtuullisen korkealle. Grullonin ja Michaelyn (2002) tutkimuksen mukaan osakkeiden takaisinostot ja osingot voidaan nähdä toistensa substituuhteina, kun taas Ferriksen ym. (2006) ja Brealey ym. (2007) mukaan ei. Von Eijen & Megginsonin (2008) tutkimuksen mukaan nämä kaksi sen sijaan voidaan nähdä toistensa komplementteina.

Signalointi on nostettu pyramidissa toiseksi korkeimmalle tasolle, johtuen merkittävistä ristiriitaisuuksista. Millerin ja Modiglianin (1961) sekä Nissimim ja Zivin (2001) mukaan tuottojen signaloinnin ja osingonjaon välillä on selkeä yhteys, kun taas Skinner ja Soltes (2011), Watts (1973), DeAngelo ja DeAngelo (1996), Benartzi ym. (1997), sekä Grullon ym. (2005) eivät vastaavaa yhteyttä löytäneet.

Muut tekijät on nostettu pyramidissa ylimmäksi, osiltaan siksi, ettei kyseisten tekijöiden vaikutuksista osingonjakoon ole kovinkaan paljoa merkittäviä tutkimuksia. Toisaalta näiden tekijöiden merkitys tämän tutkimuksen kannalta ei ole todennäköisesti oleellinen. Tulevaisuus on nostettu pyramidin viereen erikseen, koska se ei suoranaisesti ole mikään osingonjakoon vaikuttava tekijä, vaan pikemminkin vaikuttaa kokonaiskuvaan, lisäten tähän epävarmuutta.

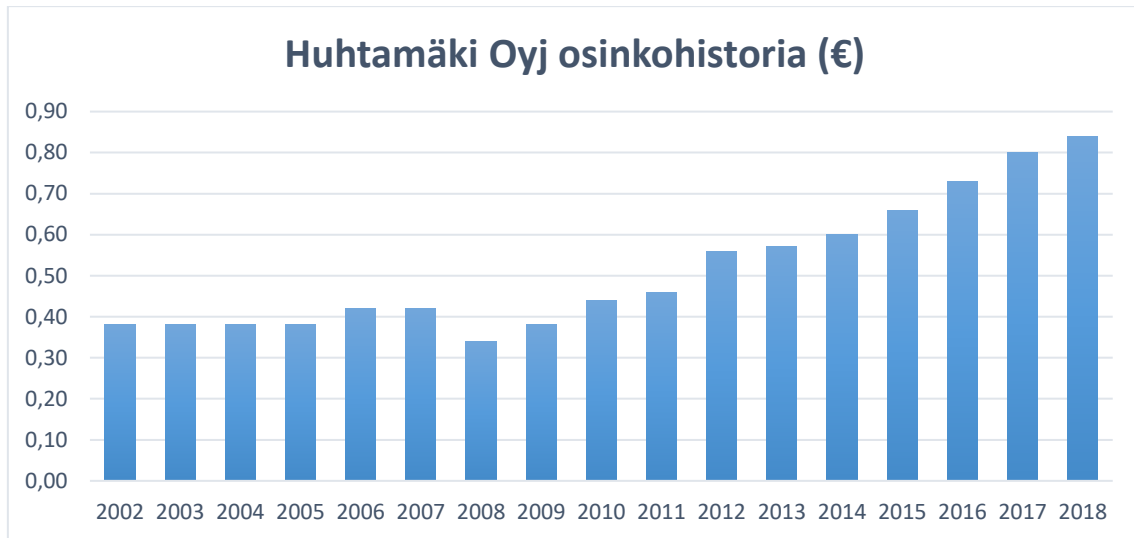
3 OSINKOARISTOKRAATTIEN ESITTELY, TUTKIMUS- AINEISTO JA TUTKIELMAN LUOTETTAVUUS

Tämän pääluvun aluksi esitellään tutkielman case-yhtiöt Huhtamäki Oyj sekä Elecster Oyj. Tämän jälkeen käydään läpi tutkimusaineisto sekä kuinka aineistoa käsitellään ja analysoidaan seuraavassa pääluvussa. Luvun lopuksi arvioidaan tutkielman luotettavuutta.

3.1 Osinkoaristokraattien esittely

3.1.1 Huhtamäki Oyj

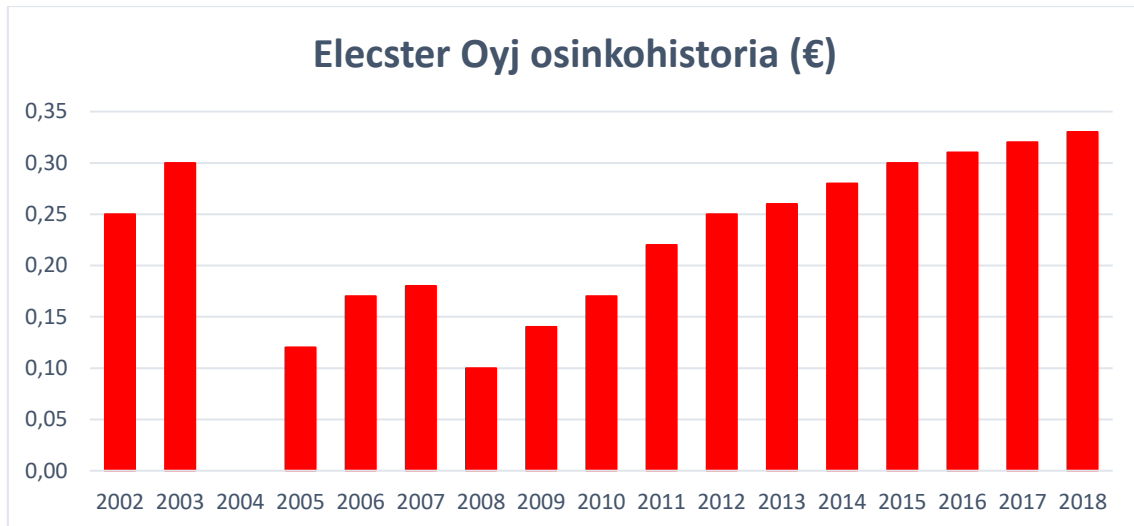
Huhtamäki Oyj on vuonna 1920 perustettu yhtiö, joka valmistaa ruoka- juoma- ja hygieniatuotepakkauksia. Yhtiö toimii 34:ssä eri maassa ja sillä on 77 tuotantolaitosta ja 24 myyntikonttoria ympäri maailman. Vuoden 2018 liikevaihto sillä oli noin 3,1 miljardia euroa ja yhtiö työllisti tuolloin noin 17 700 henkilöä. (Huhtamäki 2019a; Huhtamäki 2019b.) Yhtiö on 2019 vuoden osingonjakoon mennessä korottanut osinkoaan kymmenenä peräkkäisenä vuotena (Kauppalehti 2019). Myös ennen tätä yhtiö on jakanut osinkoja kohtuullisen tasaisesti. Yhtiön osakekohtaisen osingon kehitystä viimeisimpien 17 vuoden aikana on kuvattu seuraavassa pylväsdiagrammissa (kuvio 2).



Kuvio 2. Huhtamäki Oyj osinkohistoria (€).

3.1.2 Elecster Oyj

Elecster Oyj on vuonna 1966 perustettu yhtiö, joka suunnittelee, valmistaa ja markkinoi päätuotteenaan iskukuumennetun ja pastöroidun maidon pakkauslinjoja, pakkauskoneita sekä näihin liittyviä pakkausmateriaaleja. Vuonna 2018 yhtiön liikevaihto oli noin 42 miljoonaa euroa ja yhtiö työllisti tuolloin noin 300 henkilöä. Yhtiö toimii kansainvälisesti ja vuonna 2018 sen liikevaihdosta 10% sijoittui Suomeen, noin puolet muuhun Eurooppaan ja loput muihin maihin. (Elecster Oyj vuosikertomus 2018, 6, 20; Elecster 2019.) Yhtiö on 2019 vuoden osingonjakoon mennessä korottanut osinkoaan kymmenenä peräkkäisenä vuotena (Kauppalehti 2019). Yhtiö on jakanut osinkoa myös tätä ennen, joskin heilahteluja on ollut jonkin verran enemmän. Yhtiön osakekohtaisen osingon kehitystä viimeisimpien 17 vuoden aikana on kuvattu seuraavassa pylväsdiagrammissa (kuvio 3).



Kuvio 3. Elecster Oyj osinkohistoria (€).

3.2 Tutkimusaineisto ja sen käsittelytavat

Tutkielman kohdeyhtiötä tutkitaan konserneina. Tutkielman aineisto koostuu julkisesti saatavilla olevasta datasta, jota on kerätty yhtiöiden tilinpäätöksistä sekä vuosikertomuksista. Nämä tiedot on kerätty vuosikertomukset.net tietokannasta sekä yhtiöiden kotisivuilta. Huhtamäki Oyj:n vuoden 2007 tilinpäätös ja toimintakertomus on pyydetty yhtiöltä erikseen, sillä sitä ei julkisesta datasta löytynyt. Vuosien 2002 - 2006 osalta Huhtamäki Oyj:ltä on saatavilla vain vuosikertomukset, minkä takia joidenkin tutkittavien asioiden osalta tutkimusajanjaksoa on jouduttu lyhentämään. Pääsääntöisesti tutkielmassa hyödynnetään yhtiöiden dataa, joka sijoittuu tilikausille 2002 - 2018, sillä tältä aikajaksoilta molempien kohdeyhtiöiden tärkeimmät taloustiedot ovat saatavilla.

Huhtamäki Oyj:n tilinpäätöstiedot ovat kaikki IFRS-tilinpäätösnormiston mukaisia. Elecster Oyj:n vuosien 2002 - 2004 tilinpäätökset ovat sen sijaan on tehty FAS:n mukaisilla käytännöillä ja vuodesta 2005 eteenpäin noudattaen IFRS:n mukaisia käytäntöjä.

Tutkimustulosten analysoinnissa käytetään apuna tilinpäätösanalyysiä. Tilinpäätösanalyysin avulla voidaan tutkia yhtiöiden taloudellista tilaa päätöksentekoa varten. Tilinpäätösanalyysin vahvuutena voidaan nähdä vertailtavuuden mahdollistaminen. (Kallunki 2014, 12) Tilinpäätösanalyysin tekniikoista tässä käytetään tunnuslukuanalyysiä (Niska-

nen & Niskanen 2012, 49). Lisäksi eri tunnuslukujen, tulos- ja tase-erien vuotuisia muutoksia on laskettu. Eri lukujen analysoinnissa hyödynnetään aikasarja-analyysiä (Yin 2018, 165). Aikasarja-analyysissä yhtiön kehitystä seurataan pitkällä aikavälillä (Niskanen & Niskanen 2013, 49).

Tutkielmassa hyödynnetty data on pitkälti numeerista. Tämä numeerinen data esitetään lähtökohdin graafisessa muodossa, mikä helpottaa datan analysoimista ja havainnollistamista. Numeeriseen dataan ei olla tehty erillisiä oikaisuja, vaan sitä käytetään sellaisenaan. Mikäli yhtiö on kuitenkin korjannut myöhemmän vuoden tilinpäätöksessä edellisen vuoden tietoja, on tässä kohtaa käytetty oikaistua dataa. Lähtökohdin graafeissa luvut esitetään aina osakekohtaisina, koska asioiden havainnollistaminen on näin helpompaa. Tulokintaa tämä ei sinällään muuta ja analysoinnissa puhutaan kokonaisarvoista, ei osakekohtaisista luvuista. Osakekohtaisia tunnuslukuja laskettaessa on käytetty jakajana aina vuoden keskimääräistä osakemäärää, jolla eliminoidaan riski siitä, että yhtiöllä olisi esimerkiksi aina loppuvuodesta vähemmän osakkeita verrattuna muuhun vuoteen, jolloin tunnusluvut vääristäisivät vuoden kokonaiskuvaa. Kerätty data on koottu tutkielman loppuun molempien yhtiöiden osalta yhdeksi kokonaisuudeksi (liite 1 ja liite 2). Huomioitavaa on, että tietynä vuonna jaettu osinko viittaa aina kyseistä vuotta edeltävään tilikauteen. Esimerkiksi vuonna 2019 jaettu osinko liittyy vuoden 2018 tulokseen.

Tutkielmassa käsitellään aina yksi asia kerrallaan molempien kohdeyhtiöiden osalta ja tämän jälkeen yhtiöitä verrataan toisiinsa, etsien mahdollisia yhtäläisyyksiä ja eroavaisuuksia. Tutkittavat asiat pohjautuvat pitkälti tutkielman teoria -osiossa esitettyyn pyramidiin (kuvio 1). Näistä jokainen asia käydään läpi, lukuun ottamatta muita tekijöitä. Muut tekijät ovat joko luonteeltaan sellaisia, etteivät ne ole relevantteja tämän tutkielman kannalta, tai toisaalta niistä tehtyjä merkittäviä tutkimuksia ei olla tehty. Joidenkin näiden tekijöiden tutkiminen julkisella datalla saattaa olla muutenkin mahdotonta. Tutkielmassa pyritään kiinnittämään huomio niihin tekijöihin, jotka aiempien tutkimusten valossa on nostettu merkittävimmiksi.

Tilikauden voitto ja kertyneet voittovarot käsitellään siten, että niissä tapahtuvia mahdollisia vuosikohtaisia muutoksia verrataan osinkojen muutoksiin ja etsitään mahdollisia yhtäläisyyksiä ja eroavaisuuksia (ks. esim. Brav ym. 2005 ja Denis & Osobov 2008).

Investointien merkitystä osingonjakoon arvioidaan tutkimalla investointeihin käytetyn pääoman kehitystä (bruttoinvestoinnit) (ks. esim. Brav ym. 2005). Mikäli merkittäviä vuosikohtaisia muutoksia investointeihin käytetyssä pääomassa on jonakin vuonna tapahtunut, verrataan, onko osingonjaossa tapahtunut merkittävää muutosta. Lisäksi tutkitaan, onko investointien muutokset olleet muuten linjassa osinkojen muutoksiin. Pääomarakenteen vaikutuksia osingonjakoon arvioidaan omavaraisuusasetta hyödyntäen (ks. esim. Brunzell ym. 2014). Mikäli omavaraisuudessa on tapahtunut merkittäviä muutoksia, tutkitaan, onko muutoksia tapahtunut vastaavasti osingonjaossa. Lisäksi tutkitaan, onko pääomarakenteen muutokset olleet muuten linjassa osinkojen muutoksiin.

Aiemmissa tutkimuksissa (ks. esim. von Eije & Megginson 2008) koon vaikutuksesta osingonjakoon on käytetty markkina-arvoa. Markkina-arvon vuotuisen laskemiseen tarvittaisiin kuitenkin lähtökohtaisesti tarkempaa yksityiskohtaista dataa, minkä vuoksi tässä tutkielmassa koon arvioinnissa käytetään yhtiön liikevaihtoa. Tutkitaan, onko yhtiön liikevaihdon kehityksellä ja osinkojen muutoksilla ollut yhteyttä. Yhtiön ikää ei suoranaisesti pysty tutkimaan yksittäisten yhtiöiden osalta, koska se on enemmänkin yleisesti ja hyvin pitkällä aikajänteellä osingonjakoon vaikuttava tekijä. Myös yhtiön kypsyys on hankala yksiselitteisesti tutkia. Yhtiön ikää ja kypsyyttä tullaan kuitenkin sivuamaan, vaikkei tarkempaa tutkimusta tehdäkään

Yhtiön osingonjakoa peilataan aiempina vuosina maksettuihin osinkoihin (ks. esim. Lintner 1956 ja Brav ym. 2005). Tutkintaan, onko osinkoja kasvatettu, vaikka tulos olisi laskenut, mikä saattaa antaa viitteitä siitä, että osinkoja olisi kasvatettu vain historian takia. Konservatiivisuutta tutkitaan siten, että vuotuisia osinkojen muutosprosentteja verrataan tuloksen muutosprosentteihin (ks. esim. Lintner 1956 ja Brav ym. 2005). Yhtiön eri omistajakuntia käydään tutkimuksessa läpi ja mikäli jossain kohtaa omistajakunnassa on tapahtunut merkittäviä muutoksia, tutkitaan, onko tämä mahdollisesti vaikuttanut osingonjakoon jollain tavalla (ks. esim. Korkeamäki ym. 2010).

Verojen muutokset käydään läpi siten, että niinä vuosina, joina muutoksia verotuksessa on tapahtunut, tutkitaan osingonjaon mahdollisia muutoksia. Mahdollisia muutoksia tutkitaan erityisesti verotuksen muutosta edeltäneen ja muutoksen jälkeisen vuoden ajalta Näiden vuosien ajalta katsotaan, onko osinkoja muutettu poikkeuksellisesti suhteessa

muihin vuosiin (ks. esim. Chetty & Saez 2005). Osakkeiden takaisinostoja tutkitaan peilaamalla osakkeiden takaisinostojen määrää osingonjakoon ja etsitään mahdollisia muutoksia osingonjaossa (ks. esim. von Eije & Megginson).

Signaloinnin mahdollisia vaikutuksia osingonjakoon tutkitaan siten, että osingon muutosprosenttia (nykyinen osinko suhteessa aiempaan osinkoon) verrataan kyseisen vuoden ja sitä seuraavan vuoden tuloksen muutosprosenttiin (seuraavan vuoden tulos suhteessa nykyiseen tulokseen) (k. esim. Grullon ym. 2005). Näin pyritään saamaan selville, muute-taanko osinkoja mahdollisesti seuraavan vuoden tulosen nusteen perusteella.

Empiria -osion lopuksi käydään läpi yhtiöiden raportoima osinkopolitiikka ja verrataan, kuinka se on toteutunut vuosien varrella. Tässä käytetään apuna yhtiöiden osingonjakosu-hdetta, tutkitaan kuinka tasainen tai epätasainen tämä on vuosien varrella ollut ja kuinka paljon se on mahdollisesti eronnut raportoidusta osinkopolitiikasta. Yhtiöiden rapor-toimaa osinkopolitiikkaa on selvitetty vuosikertomuksista, toimintakertomuksista tai yh-tiön kotisivuilta. Yhtiöiden osinkopolitiikkaa arvioidaan viedä laskettujen tunnuslukujen, lukujen kehityksen ja raportoidun osinkopolitiikan perusteella.

3.3 Tutkielman luotettavuus

Puhuttaessa tutkimuksen luotettavuudesta käytetään usein käsitteitä validiteetti ja relia-biliteetti. Validiteetti voidaan jakaa edelleen sisäiseen ja ulkoiseen validiteettiin. Sisäinen validiteetti liittyy tulkinnan sisäiseen loogisuuteen ja ristiriidattomuuteen. Ulkoinen va-liditeetti liittyy sen sijaan siihen, voidaanko tulkinta yleistää muihin kuin tutkimuksen tapauksiin. (Koskinen ym. 2005, 253-254.) Laajemmin voidaan puhua tutkimuksen tu-losten yleistämisestä laajempaan populaatioon, eri ympäristöön tai aikaan (Lillis 2006, 467). Reliabiliteetti viittaa toistettavuuteen (Bryman & Bell 2011, 241).

Kvalitatiivisen tutkimuksen luotettavuuden arvioimista näiden käsitteiden avulla on kui-tenkin kritisoitu, sillä nämä käsitteet ovat syntyneet kvantitatiivisen tutkimuksen luotet-tavuuden arvioimiseksi ja näin ollen soveltuvat lähinnä siihen (Tuomi & Sarajärvi 2018, 119; Koskinen ym. 2005, 256). Sisäisen validiteetti viittaa siihen, että tutkimusten tulosten

tulisi seurata loogisesti teoriaa ja aineistoa. Todellisuudessa tämän merkitys voidaan nähdä epäselväksi. Ulkoisen validiteetin käsittämä tulosten yleistettävyys voidaan nähdä taas hyvin kyseenalaisena, erityisesti tutkimuksissa, joissa tapausmäärät ovat hyvin pieniä. Myös reliabiliteetti sopii huonosti kvalitatiiviseen tutkimukseen. (Koskinen 2005, 255, 265.)

Eskola ja Suoranta (1998, 152) ja Koskinen (2005, 257) esittävät, että puhuessa kvalitatiivisen tutkimuksen laadusta, tulee läpi koko tutkimusprosessin harrastaa systemaattista laaduntarkkailua. Eskola ja Suoranta (1998, 152) nostavat pääsialliseksi luotettavuuden kriteeriksi kvalitatiivisessa tutkimuksessa tutkijan itse, sillä laadullisen tutkimuksen lähtökohtana on tutkijan avoin subjektiviteetti. Koskisen ym. (2005, 258) mukaan tutkijan tulee antaa lukijalle riittävästi tietoa, jotta ulkopuolisella on mahdollisuus arvioida, kuinka havaintoja on tehty ja miten ne on muokattu tulkinnaksi.

Tämän tutkielman luotettavuutta on pyritty parantamaan ylläpitämällä hyvää tieteellistä käytäntöä läpi koko tutkimusprosessin. Tutkielman luotettavuutta voidaan katsoa parantavan se, että tutkimusaineisto koostuu pitkälti tilintarkastetusta datasta. Lisäksi aineisto koostuu kohtuullisen pitkästä aikajaksosta (17 vuotta), mikä voidaan katsoa parantavan myös tutkielman luotettavuutta. Aineisto on kerätty excel -tiedostoon ja luvut on tarkastettu useampaan kertaan tiedostoon lisäämisen jälkeen käytettyjen lukujen oikeellisuuden varmistamiseksi. Muutenkin läpi koko tutkimusprosessin virheitä on pyritty välttämään huolellisella ja systemaattisella työskentelyllä.

Tutkija ei ole kuulunut lähipiiriin kummassakaan yhtiössä eikä hänellä ole ollut muita henkilökohtaisia intressejä tai omistuksia kyseisiin yhtiöihin. Näin ollen tutkijalla ei ole ollut intressiä väärentää tutkimustuloksia.

Tutkielmassa käytetty aineisto, sen käsittely ja analysointi pyritään tuomaan esille mahdollisimman avoimesti, mikä parantaa osiltaan tutkielman läpinäkyvyyttä. Tutkielmassa tehdyt havainnot perustuvat pitkälti kuvioissa esitettyihin graafeihin. Graafit mahdollistavat myös tutkielman lukijalle tekemään omat johtopäätökset.

Tiettyjen vuosien osalta vaihtuneet tilintarkastusstandardit tai yhtiön muuttuneet raportointitavat ovat johtaneet ristiriitaisuuteen tiettyjen vuosien välillä. Mikäli jotkin näistä

muutoksista on vaikuttanut merkittävästi vuosien väliseen vertailuun, on analysointivaiheessa tästä mainittu ja mahdollisesti myös huomioitu.

Koska tutkielma on luonteeltaan tapaustutkimus, ei tutkimustuloksia voida yleistää laajempaan populaatioon. Tuloksia voidaan kuitenkin verrata aiempiin tutkimuksiin, vaikka ne ovatkin luonteeltaan hieman erilaisia.

4 TUTKIMUSAINEISTON ANALYSOINTI JA TUTKIELMAN TULOKSET

Tässä luvussa käydään aluksi läpi molempien kohdeyhtiöiden osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan liittyviä tekijöitä ja näiden perusteella pyritään vastaamaan ensimmäiseen alatutkimuskysymykseen. Tämän jälkeen arvioidaan kuinka hyvin mahdollisesti raportoitu osinkopolitiikka vastaa toteutunutta osingonjakoa, sekä arvioidaan, nojaako yhtiöiden osingonjako tiettyyn osinkopolitiikkaan. Tässä pyritään vastaamaan toiseen ja kolmanteen alatutkimuskysymykseen. Näiden jälkeen esitetään tutkimuksen tulokset, sekä kootaan alatutkimuskysymysten vastaukset ja vastataan päätutkimuskysymykseen.

4.1 Kohdeyhtiöiden osingonjakoon ja osinkopolitiikkaan liittyvät tekijät

4.1.1 Tilikauden tulos

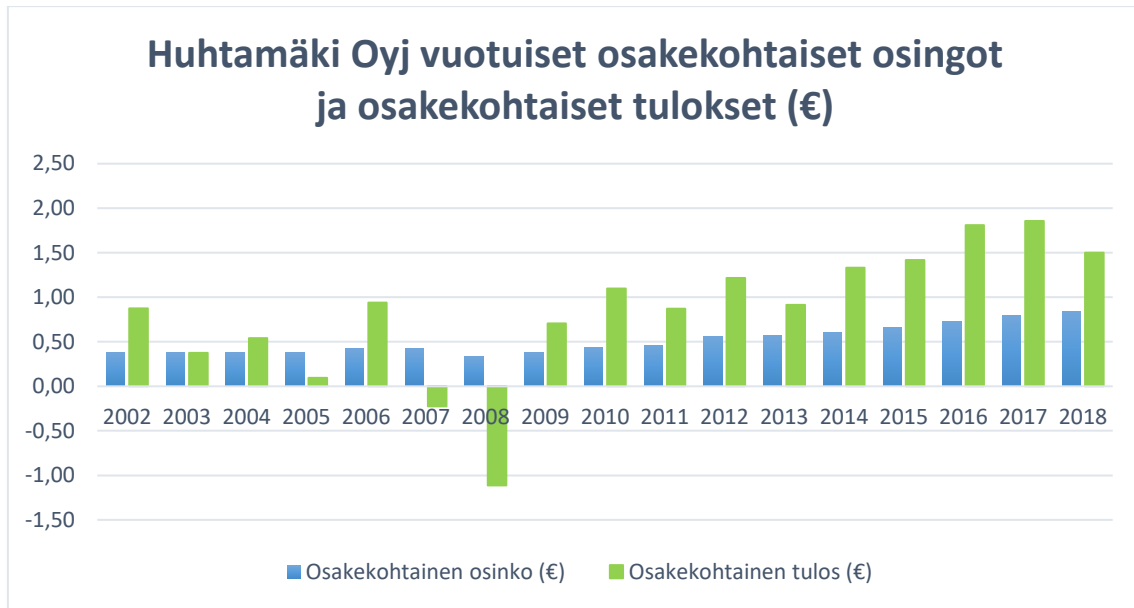
Pylväsdiagrammissa (kuvio 4) sekä kaikissa seuraavissa kuvioissa tiettynä vuonna jaettu osinko viittaa aina kyseistä vuotta edeltävään tilikauteen. Esimerkiksi vuonna 2019 jaettu osinko liittyy vuoden 2018 tulokseen ja esitetään näin ollen graafeissa vuoden 2018 kohdalla. Kaikissa seuraavissa pylväsdiagrammeissa luvut ovat absoluuttisia. Pylväsdiagrammista (kuvio 4) on nähtävissä Huhtamäki Oyj:n vuotuiset osakekohtaiset tulokset ja osingot. Huomioitavaa on, että vuosien 2004 ja 2005 vuosien tuloksiin sisältyy suuria kertaluonteisia eriä, jotka painavat kyseisten vuosien tulosta merkittävästi. Ensimmäisten seitsemän tarkasteluvuoden aikana vaikuttaisi siltä, että Huhtamäki Oyj:n osingot eivät seuraa tuloksen kehitystä kovinkaan paljoa. Tämän jälkeen näiden kehitys on yhtenäisempää, joskaan ei jokaisena vuonna. Pitkällä tähtäimellä osingot ovat kasvaneet, kuten myös vuotuiset tulokset. Vuosikohtaiset muutokset eivät ole kuitenkaan kovin yhteneviä.

Seuraavassa viivadiagrammissa (kuvio 5) sekä kaikissa muissa muutoksia esittävissä viivadiagrammeissa käyrät muodostuvat siten, että jokaisen vuoden kiintopiste on vuosikohtaisen janaosuuden keskellä. Kiintopisteiden arvot on laskettu siten, että vuoden X1

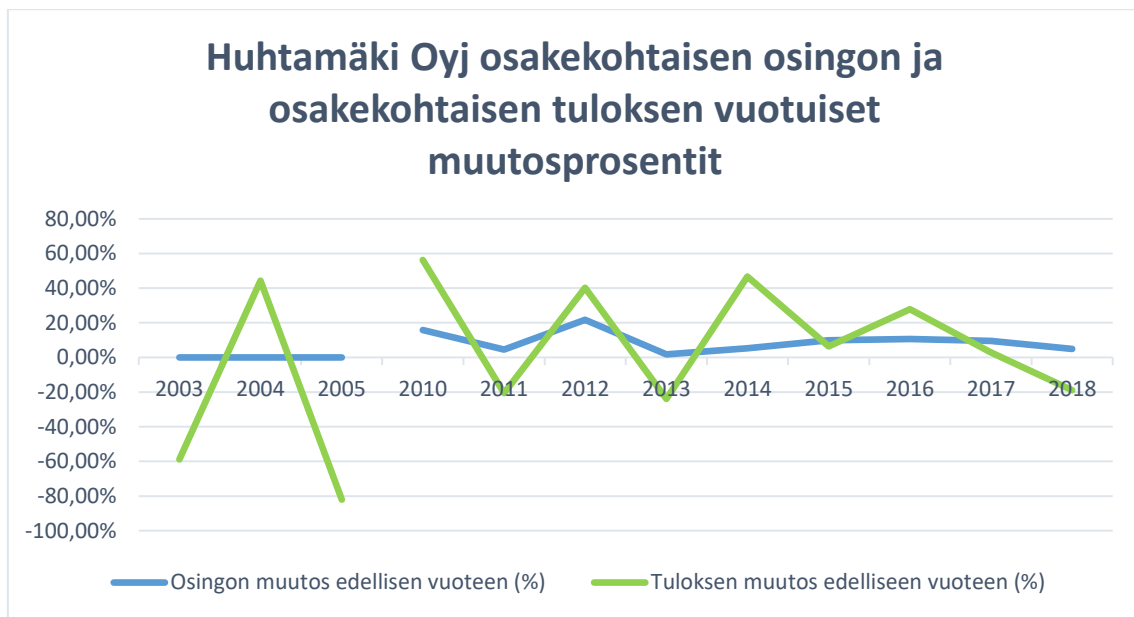
arvoa on suhteutettu vuoden X0 arvoon ja tästä arvosta on vähennetty 1 ja koko summa on kerrottu 100:lla, jolloin arvoksi saadaan prosentuaalinen muutos vuonna X1. Samalla tavalla menetellään seuraavien vuosien osalta, eli X2 vuoden arvoa suhteutetaan X1 vuoden arvoon ja X3 vuoden arvoa X2 vuoden arvoon jne. Nämä viivadiagrammit esittävät siis vuotuisia muutoksia prosenteissa. Viivadiagrammien avulla muutosten suuruuksien suhteellisia eroja pysytään arvioimaan tarkemmin verrattuna pylväsdiagrammeista saatun tietoon.

Viivadiagrammista (kuvio 5) nähdään tuloksen ja osinkojen vuotuiset muutosprosentit. Viivadiagrammista on poistettu vuodet 2006 - 2009, johtuen pienistä tai negatiivista vuotuisista tuloksista. Näiden vuosien luvut vaikeuttaisivat viivadiagrammin tulkintaa, sillä muutosprosenttia laskettaessa vuosien 2005 ja 2006 välillä nimittäjäksi tulisi hyvin pieni arvo suhteessa osoittajaan, jolloin vuotuinen muutosprosentti näyttäytyisi hyvin suurena ja vaikeuttaisi näin graafista esitystä. Toisaalta jos molempien vuosien tulokset ovat negatiivisia, kuten vuosina 2007 ja 2008, näyttäytyisi vuotuinen muutosprosentti positiivisena. Mikäli nimittäjän arvo on puolestaan negatiivinen, kuten vuonna 2008, ja osoittajan arvo positiivinen, kuten vuonna 2009, näyttäytyisi vuotuinen muutosprosentti negatiivisena. Näin ollen näiden vuosien osalta analysoinnissa hyödynnetään edellä esitettyä pylväsdiagrammia (kuvio 4). Viivadiagrammissa (kuvio 5) 2010 vuoden arvot ovat suhteessa vuoden 2009 arvoihin, ei vuoden 2005. Tästä johtuen 2010 ja 2005 vuoden välinen jana on viivadiagrammista poistettu.

Tulkittaessa seuraavaa viivadiagrammia (kuvio 5) sekä muita viivadiagrammeja, mitä lähempänä kuvaajat ovat toisiaan, sitä enemmän yhteyttä näiden muuttujien välillä vaikuttaisi olevan. Hyvin harvoina vuosina muutokset ovat olleet edes lähellä toisiaan. Kohutuullisen monena vuonna kehitys on ollut jopa erisuuntaista. Vuosien 2006 - 2009 sisälle mahtuu kaksi negatiivisen tuloksen vuotta, vuodet 2007 ja 2008. Seuraavasta pylväsdiagrammista (kuvio 4) kuitenkin nähdään, että vuoden 2007 osinkoa ei negatiivisen tuloksen vuodesta huolimatta laskettu lainkaan. 2008 osinkoa laskettiin, joskaan lasku ei ollut suhteessa niin suuri kuin tuloksen lasku. Vuodesta 2005 vuoteen 2006 verrattuna tuloksen sijaan nousi merkittävästi, mutta osinkoa sen sijaan ei muutettu lainkaan. Huhtamäki Oyj:n tapauksessa osinkomuutosten ja tulosvaihteluiden välillä ei vaikuttaisi olevan selkeästi havaittavaa yhteyttä.



Kuvio 4. Huhtamäki Oyj vuotuiset osakekohtaiset osingot ja osakekohtaiset tulokset (€).

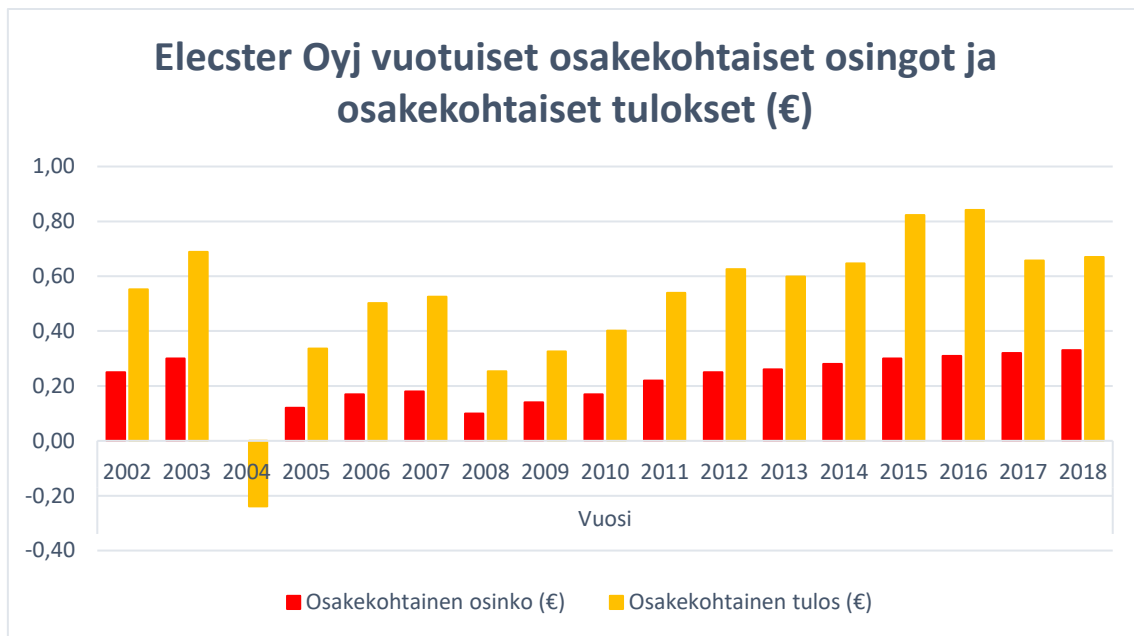


Kuvio 5. Huhtamäki Oyj osakekohtaisen osingon ja osakekohtaisen tuloksen vuotuiset muutosprosentit.

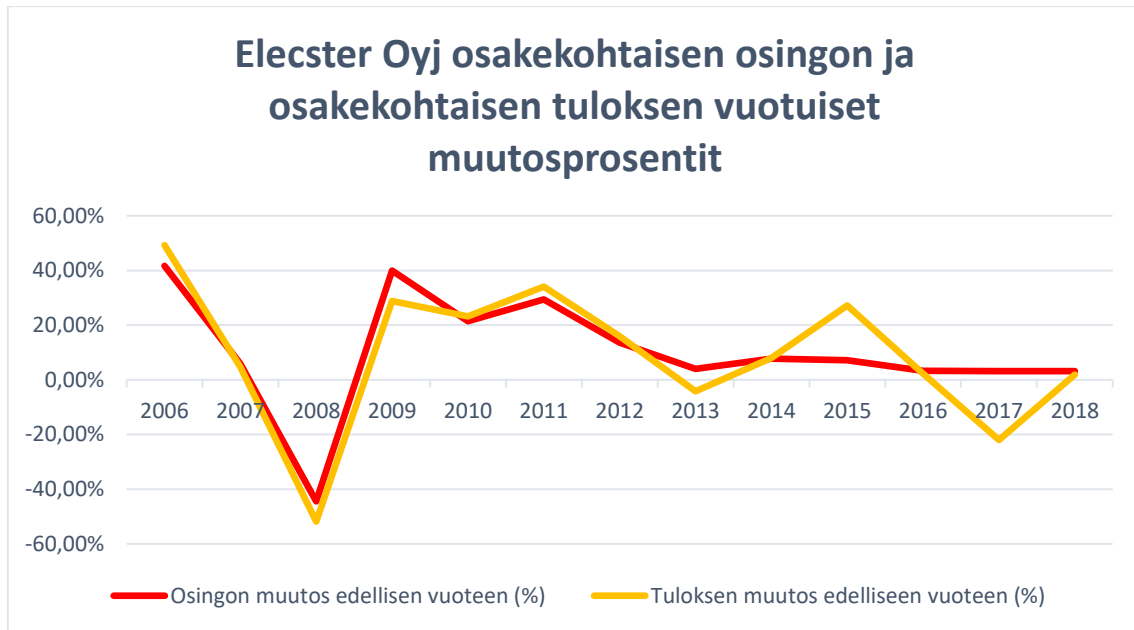
Seuraavasta pylväsdiagrammista (kuvio 6) on nähtävissä Elecster Oyj:n vuotuiset osakekohtaiset tulokset ja osingot. Vaikuttaisi siltä, että Elecster Oyj:n osinkojen ja tilikauden tuloksen muutoksilla vaikuttaisi olevan yhteys. Samanlaisen tulkinnan voi tehdä seuraavasta viivadiagrammista (kuvio 7), jossa on nähtävissä vuotuisten osakekohtaisten tulosten ja osinkojen prosentuaaliset muutokset. Selkeyden vuoksi tästä viivadiagrammista (kuvio 7) on jätetty pois vuodet 2002 – 2005 osittain samoista syistä kuin Huhtamäki

Oyj:n tapauksessa. Lisäksi vuoden 2004 nollaosinko estäisi vuosien 2004 ja 2005 välisen muutosprosentin laskemisen, koska nimittäjässä on nolla. Nämä pois jääneet vuodet voidaan arvioida pylväsdiagrammin (kuvio 6) avulla.

Erityisesti ennen vuotta 2013 on nähtävissä, kuinka yhdenmukaisesti yhtiön tulos ja osinko ovat kehittyneet, muutosprosentit ovat olleet hyvin lähellä toisiaan. Vuonna 2004 tulos painui negatiiviseksi, jolloin osinkoja ei jaettu lainkaan. Viimeisimpinä vuosina on kuitenkin havaittavissa, että osinkoja ei olla muutettu aina samansuuntaisesti tuloksen muutokseen nähden. Vuosina 2013 ja 2017 osinkoja kasvatettiin, vaikka tulos kyseisinä vuosina heikentyi. Näin ollen Elecster Oyj:n osalta ei voida yksiselitteisesti sanoa, että osingot seuraavat täysin tuloksen kehitystä, mutta vahva linkki näiden kahden välillä vaikuttaisi kuitenkin olevan.



Kuvio 6. Elecster Oyj vuotuiset osakekohtaiset osingot ja osakekohtaiset tulokset (€).

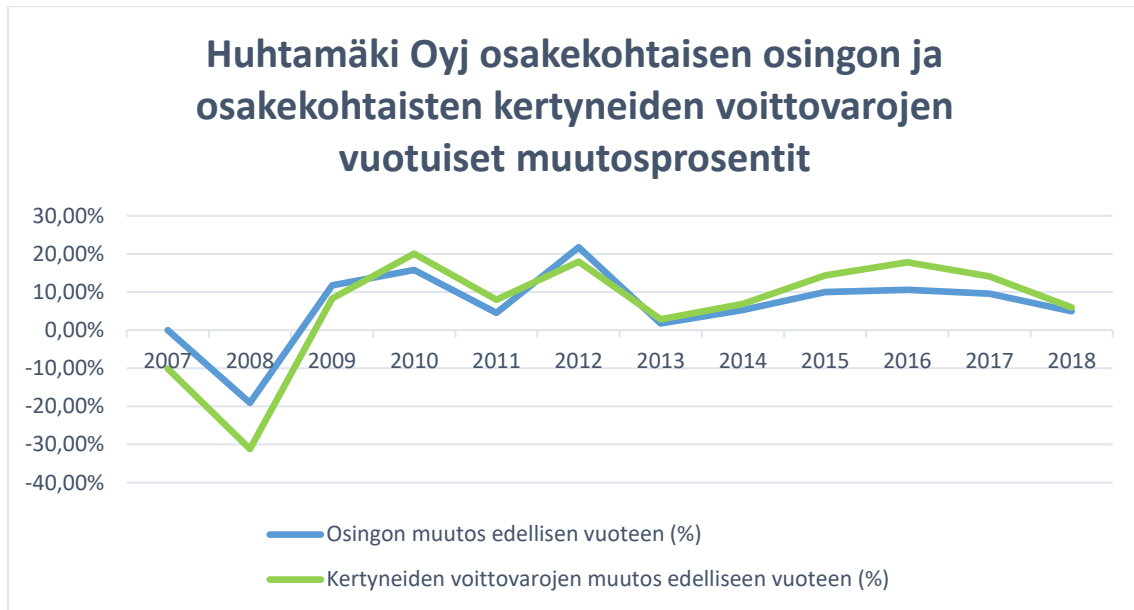


Kuvio 7. Elecster Oyj osakekohtaisen osingon ja osakekohtaisen tuloksen vuotuiset muutosprosentit.

Verraten näitä kahta yhtiötä, vaikuttaisi tuloksen ja osinkojen välillä olevan melko erilainen. Huhtamäki Oyj:n osalta tuloksen ja osinkojen muutoksen välillä ei vaikuttaisi olevan merkittävää yhteyttä, kun taas Elecster Oyj:n tapauksessa tuloksen ja osinkojen muutoksen välillä näyttäisi olevan jopa kohtuullisen vahva yhteys.

4.1.2 Kertyneet voittovarot

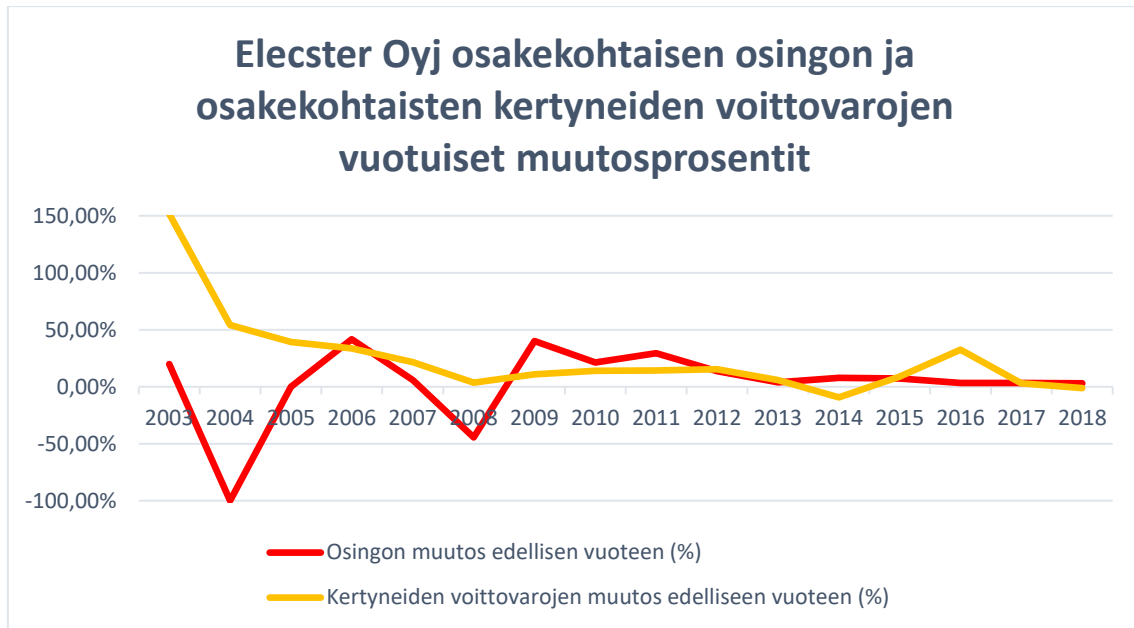
Tässä kertyneillä voittovaroilla tarkoitetaan edellisten tilikausien voittojen sekä nykyisen tilikauden voiton laskettua yhteissummaa. Seuraavasta viivadiagrammista (kuvio 8) on nähtävissä, kuinka Huhtamäki Oyj:n osakekohtaiset kertyneet voittovarot ovat vuotuisesti muuttuneet verrattuna osinkojen vuotuisiin muutoksiin. Viivadiagrammissa ei ole vuotuisia muutoksia vuosilta 2002 - 2006, koska julkista dataa kertyneistä voittovaroista ei tältä väliltä ollut saatavilla. Viivadiagrammista voidaan havaita, että osinkojen muutokset ovat olleet hyvin pitkälti samansuuruisia kertyneiden voittovarojen muutosten kanssa. Useimpina vuosina osinkoja on muutettu hieman maltillisemmin verrattuna kertyneiden voittovarojen muutoksiin. Vaikuttaisi kuitenkin melko selkeältä, että Huhtamäki Oyj:llä kertyneiden voittovarojen muutoksella olisi yhteys osinkojen muutokseen.



Kuvio 8. Huhtamäki Oyj osakekohtaisen osingon ja osakekohtaisten kertyneiden voittovarojen vuotuiset muutosprosentit.

Seuraavasta viivadiagrammista (kuvio 9) on nähtävissä Elecster Oyj:n kertyneiden voittovarojen vuotuiset muutosprosentit verrattuna osinkojen vuotuisiin muutosprosentteihin. Huomioitavaa on, että vuonna 2004 yritys ei jakanut osinkoaan lainkaan, minkä takia osinkomuutosta vuosien 2004 ja 2005 välille ei olla voitu laskea (laskussa nimittäjäksi jää 0). Osinkomuutos näkyy nyt viivadiagrammissa vuoden 2005 kohdalla virheellisesti arvolla nolla. Todellisuudessa osinko on kasvanut siis vuoden 2004 nollaosingosta 2005 vuoden 0,12€ osinkoon.

Joka tapauksessa viivadiagrammista on havaittavissa, että erityisesti vuoteen 2009 asti kertyneet voittovarot ovat kehittyneet välillä jopa erisuuntaisesti osinkoihin nähden ja muutenkin erot ovat olleet kohtuullisen suuria. Viimeisimpien vuosikymmenen aikana tilanne on kuitenkin hieman muuttunut. Kertyneiden voittovarojen prosentuaaliset muutokset verrattuna osinkojen vuotuisiin muutoksiin ovat joinain vuosina jopa lähes identtisiä. Huomionarvoista ovat esimerkiksi vuodet 2013 ja 2017, sillä aiemmin esitetyn perusteella juurin näiden vuosien kohdalla tuloksen muutos erosi osinkojen muutoksista. Kertyneiden voittovarojen muutosprosentit sen sijaan ovat hyvin lähellä osinkojen muutosprosentteja kyseisinä vuosina. Viimeisten vuosien osalta vaikuttaisi siltä, että kertyneiden voittovarojen muutoksella ja osinkojen muutoksilla vaikuttaisi olevan yhteys.



Kuvio 9. Elecster Oyj osakekohtaisen osingon ja osakekohtaisten kertyneiden voittovarojen vuotuiset muutosprosentit.

Vaikuttaisi siltä, että kertyneiden voittovarojen muutoksilla on ainakin jossain määrin yhteys osinkojen muutoksiin molempien yhtiöiden osalta. Huhtamäki Oyj:n vuotuiset osinkomuutokset ovat hyvin pitkälti linjassa kertyneiden voittovarojen vuotuisiin muutoksiin. Elecster Oyj:n osalta kertyneiden voittovarojen merkitys osingonjaossa ei vaikuta yhtä selkeältä, sillä tutkimusaikajakson ensimmäisten vuosien aikana näiden kahden muuttujan välinen kehitys on ollut hyvinkin erilaista. Jonkinlaista yhteyttä muuttujien välille vaikuttaisi syntyneen vasta 2009 vuoden jälkeen. Vaikuttaisiikin siltä, että yhtiön kerryttäessä voittovaroja, kasvaa niiden merkitys osingonjaossa suuremmaksi. Näin vaikuttaisi tapahtuneen ainakin Elecster Oyj:n tapauksessa.

4.1.3 Investoinnit

Seuraavasta pylväsdiagrammista (kuvio 10) on nähtävissä Huhtamäki Oyj:n vuotuiset osakekohtaiset investoinnit ja osingot. Pylväsdiagrammista voidaan nähdä, että erityisesti tutkimusaikajakson ensimmäisinä vuosina investointeihin käytetty pääoma on vaihdellut vuotuisesti melko paljonkin, kun taas osingot ovat pysyneet samoina tai muuttuneet hyvin vähän. Viimeisimpien kymmenen vuoden aikana kuitenkin niinä vuosina, joina inves-

tointeja on kasvatettu, on myös osinkoja kasvatettu. Toisaalta kun investointeja on vähennetty, ei osinkoja ole laskettu, päinvastoin. Joinain vuosina investointeihin käytetty pääoma on merkittävästi suurempi kuin osinkoihin käytetty pääoma ja päinvastoin. Seuraavasta viivadiagrammista (kuvio 11) voidaan nähdä, että useina vuosina investointien vuotuiset muutokset eroavat merkittävästi osinkojen vuotuisista muutoksista. Vaikuttaisi siltä, että investointeihin käytetyllä pääomalla ja osingoilla ei vaikuttaisi olevan yhteyttä Huhtamäki Oyj:n osingonjaossa

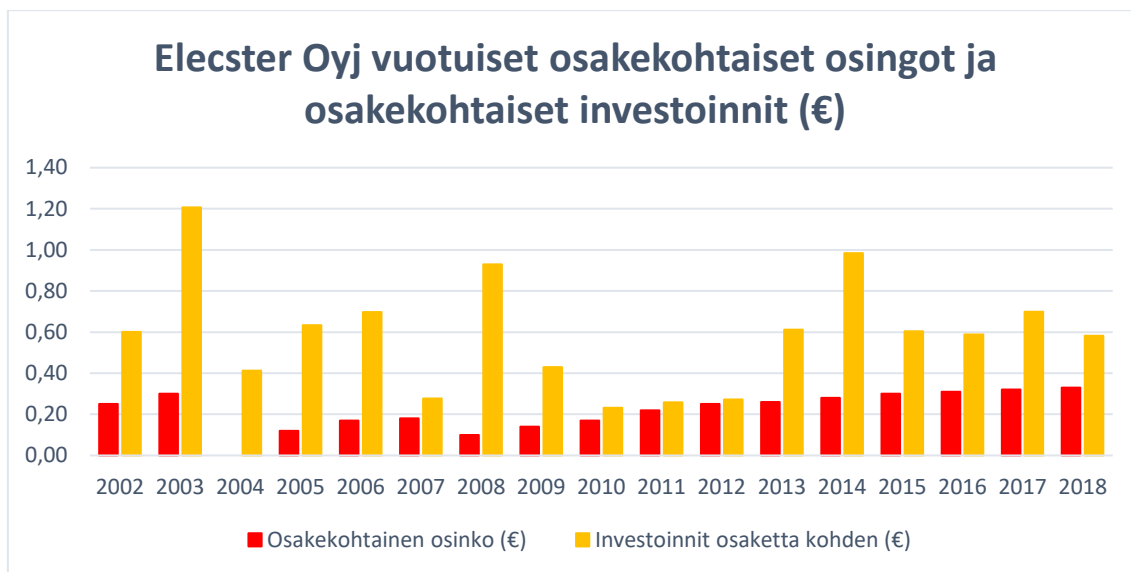


Kuvio 10. Huhtamäki Oyj vuotuiset osakekohtaiset osingot ja osakekohtaiset investoinnit (€).



Kuvio 11. Huhtamäki Oyj osakekohtaisen osingon ja osakekohtaisten investointien vuotuiset muutosprosentit.

Seuraavasta pylväsdiagrammista (kuvio 12) on nähtävissä Elecster Oyj:n vuotuiset osakekohtaiset investoinnit ja osingot. Pylväsdiagrammista voidaan havaita, että kohtuullisen useina vuosina, kun investointeja on kasvatettu, on myös osinkoja kasvatettu ja päinvastoin. Toisaalta on myös vuosia, jolloin investoinnit ja osingot ovat muuttuneet päinvastaisesti. Joinain vuosina investointeihin käytetty pääoma on merkittävästi suurempi kuin vastaava osinkoihin käytetty. Joinain vuosina nämä ovat taas lähes yhtä suuret. Seuraavasta viivadiagrammista (kuvio 13) on nähtävissä, että vaikka investointien ja osinkojen muutosprosentit ovat olleet useina vuosina samansuuntaiset, ovat erot kuitenkin kohtuullisen suuria. Lisäksi suhteellisen monena vuonna muutokset ovat erisuuntaisia ja nämäkin erot ovat melko suuria. Huomioitavaa on, että vuonna 2004 osinkoa ei jaettu lainkaan, minkä vuoksi 2005 vuoden muutosprosentti suhteessa vuoteen 2004 näkyy virheellisenä. Todellisuudessa osinko on kasvanut siis vuoden 2004 nollaosingosta 2005 vuoden 0,12€ osinkoon. Elecster Oyj:n osalta vaikuttaisi joka tapauksessa siltä, että investointien ja osinkojen välillä ei ole yhteyttä.



Kuvio 12. Elecster Oyj vuotuiset osakekohtaiset osingot ja osakekohtaiset investoinnit (€).



Kuvio 13. Elecster Oyj osakekohtaisen osingon ja osakekohtaisten investointien vuotuiset muutosprosentit.

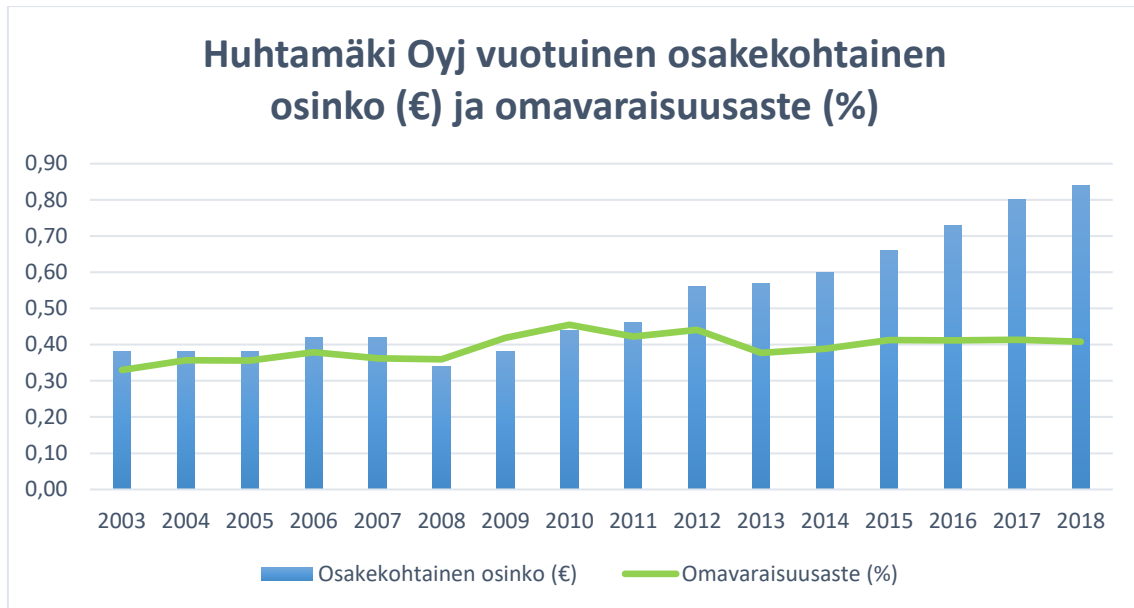
Kummankaan yhtiön osalta investointien ja osinkojen välillä ei vaikuttaisi olevan yhteyttä. Molemmilla yhtiöillä tiettyinä vuosina investointien ja osinkojen muutosprosentit ovat kohtuullisen lähellä toisiaan, mutta kokonaiskuvassa näiden kahden muuttujan välillä ei vaikuttaisi olevan yhteyttä. Todennäköisesti investointien merkitys osingonjaossa

on kriittisempää kasvuyhtiöillä, joilla tehtyjen investointien jälkeen jaettavia varoja jää hyvin vähän tai ei ollenkaan.

4.1.4 Pääomarakenne

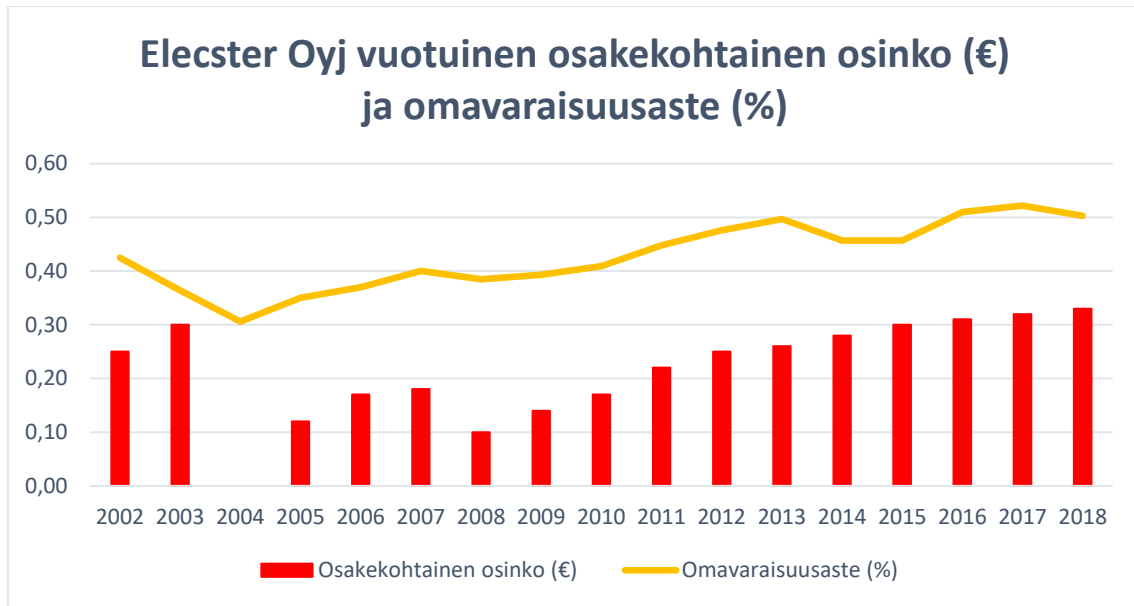
Seuraavassa yhdistelmäkaaviossa (kuvio 14) kuvataan Huhtamäki Oyj:n pääomaraken-
teen ja osakekohtaisten osinkojen vuotuista kehitystä. Tässä ja seuraavassa yhdistelmä-
kaaviossa (kuvio 15) osingot on kuvattu pylväsdiagrammin muodossa ja ovat absoluutti-
sessa arvossa. Omavaraisuusastetta on kuvattu viivadiagrammin muodossa. Viivadia-
grammissa jokaisen vuoden kiintopisteenä on kunkin vuoden omavaraisuusaste.

Yhdistelmäkaaviosta voidaan havaita, että tutkimusaikajakson ensimmäisinä vuosina
osinkojen euromääräiset muutokset ovat olleet kohtuullisen yhteneviä omavaraisuusas-
teen muutosten kanssa. Myöhemmin osinkoa on kuitenkin välillä kasvatettu, vaikka oma-
varaisuus on alentunut. Yhtiön saavuttaessa korkeampi omavaraisuusaste (yli 40 %), ei
omavaraisuusasteen pienillä muutoksilla enää vaikuttaisi olevan yhteyttä osingonjakoon.
Yhdistelmäkaavio ei sisällä vuotta 2002, koska tältä vuodelta tietoa omavaraisuusasteesta
ei ollut saatavilla. Vuonna 2013 yhtiö on muuttanut tilinpäätöskäytäntöjään, jonka vuoksi
omavaraisuus on laskenut suhteellisen paljon. Ilman muutosta omavaraisuusaste ei olisi
laskenut yhtä rajusti. Vaikuttaisi siltä, että Huhtamäki Oy:llä pääomarakenteella omava-
raisuudella mitattuna saattaa olla jonkin verran yhteyttä osinkoihin. Yhteys muuttujien
välillä ei ole kuitenkaan välttämättä kovinkaan vahva.



Kuvio 14. Huhtamäki Oyj vuotuinen osakekohtainen osinko (€) ja omavaraisuusaste (%).

Seuraavassa yhdistelmäkaaviossa (kuvio 15) kuvataan Elecster Oyj:n pääomarakenteen ja osakekohtaisten osinkojen vuotuista kehitystä. Yhdistelmäkaaviosta voidaan havaita, että osinkojen kehitys on ainakin osiltaan yhtenevä omavaraisuuden kehityksen kanssa. Omavaraisuusasteen lasku ei ole kuitenkaan useimmiten tarkoittanut osinkojen laskua. Sen sijaan vuosina, joina omavaraisuusaste on noussut, ovat useimmiten nousseet myös osingot. Omavaraisuusasteen noustessa pienet notkahdukset eivät enää ole vaikuttaneet osingonjakoon laskevasti. Vaikuttaisi siis siltä, että pääomarakenteella saattaa olla jonkin verran vaikutusta Elecster Oyj:n osingonjakoon, joskaan vaikutus ei ole yhtä selkeä verrattuna tuloksen ja osinkojen väliseen yhteyteen.



Kuvio 15. Elecster Oyj vuotuinen osakekohtainen osinko (€) ja omavaraisuusaste (%).

Kummallakaan yhtiöllä omavaraisuusasteen merkitys osingonjaossa ei ole täysin selkeä. Molemmilla yhtiöillä useina vuosina omavaraisuusasteen ja osinkojen välillä vaikuttaisi olevan yhteyttä, mutta toisaalta yhteys ei ole havaittavissa kuitenkaan jokaisen vuoden osalta. Molemmilla yhtiöillä on myös nähtävissä, että omavaraisuusasteen noustessa tarpeeksi, ei pienet muutokset alaspäin enää näyttäisi vaikuttavan tässä kohtaa välttämättä osingonjakoon lainkaan. Saattaakin olla, että mikäli yhtiöt toimisivat alhaisemmalla omavaraisuusasteella, saattaisi tämän vaikutus osingonjakoon olla tällöin suurempi, sillä varallisuuden jakaminen pois saattaisi olla merkittävästi riskialttiimpaan velan ollessa korkeampi. Tarkempaa selvitystä pääomarakenteen mahdollisista vaikutuksista osingonjakoon voitaisiin tehdä myöhemmin esimerkiksi nettovelkaantumisastetta käyttäen, tai analysoimalla tarkemmin yhtiöiden korollisia velkoja tai velkarakennetta lyhytaikaisten ja pitkäaikaisten velkojen välillä. Näiden tutkimiseen tämän tutkielman resurssit eivät kuitenkaan riitä.

4.1.5 Koko, ikä ja kypsyys

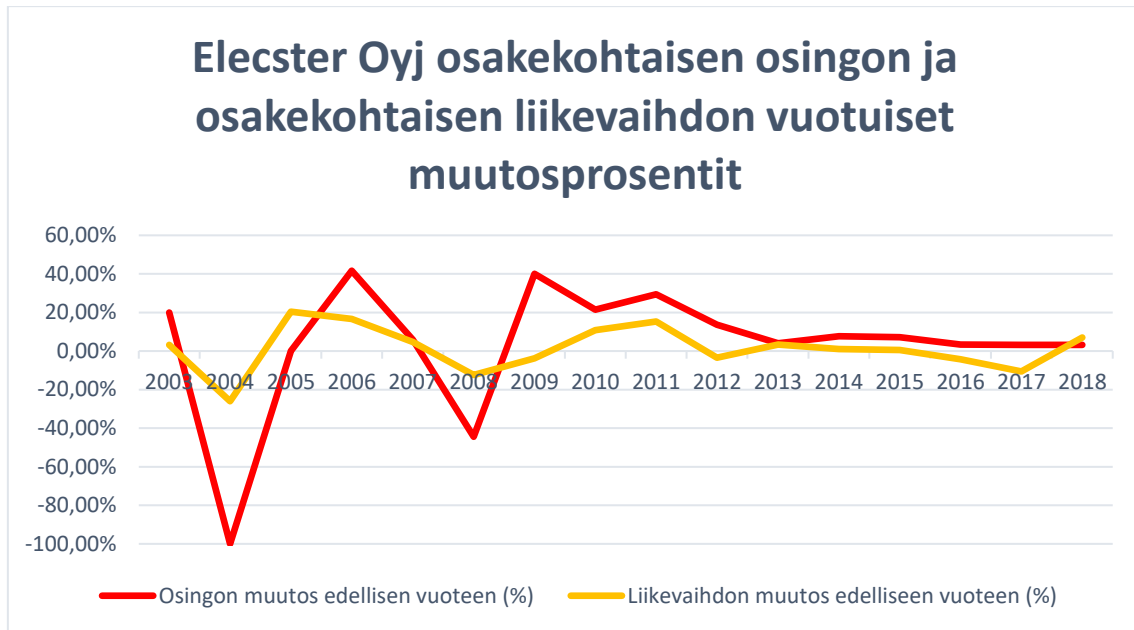
Seuraavan viivadiagrammin (kuvio 16) perusteella voidaan arvioida Huhtamäki Oyj:n koon vaikutusta osingonjakoon. Viivadiagrammissa on huomioitava, että vuodesta 2010

eteenpäin Huhtamäki Oyj on muuttanut liikevaihdon kirjaamista niin, että siinä on huomioitu pelkästään jatkuvan toiminnon tuotot. Mikäli aiempaa kirjaustapaa oltaisiin jatkettu, olisi 2010 vuoden liikevaihdon muutos vuodesta 2009 ollut positiivinen. Vaikka useimpina vuosina osinko on muuttunut samansuuntaisesti liikevaihdon kanssa, ovat erot kuitenkin melko suuria. Lisäksi vaihtelua on paljon sen suhteen, onko liikevaihto muuttunut enemmän kuin osingot vai päinvastoin. Selkeää linkkiä näiden kahden muuttujan välillä ei vaikuta olevan Huhtamäki Oyj:n osalta.



Kuvio 16. Huhtamäki Oyj osakekohtaisen osingon ja osakekohtaisen liikevaihdon vuotuiset muutosprosentit.

Seuraavasta viivadiagrammista (kuvio 17) perusteella voidaan arvioida Elecster Oyj:n koon vaikutusta osingonjakoon. Vuoden 2004 nollaosingosta johtuen vuosien 2004 ja 2005 välinen muutosprosentti näkyy viivadiagrammissa virheellisenä. Todellisuudessa osinko on kasvanut siis vuoden 2004 nollaosingosta 2005 vuoden 0,12€ osinkoon. Viivadiagrammista voidaan havaita, että useimpina vuosina liikevaihdon ja osinkojen kehitys on samansuuntainen, joskin prosentuaaliset erot ovat melko suuria. Neljänä vuonna (2009, 2012, 2016 ja 2017) osinkoa on kasvatettu, vaikka yhtiön liikevaihto on laskenut. Liikevaihdon ja osinkojen keskinäinen linkki Elecster Oyj:n osalta ei vaikuta olevan kovinkaan vahva.



Kuvio 17. Elecster Oyj osakekohtaisen osingon ja osakekohtaisen liikevaihdon vuotuiset muutosprosentit.

Kummankaan yhtiön osalta ei siis ollut löydettävissä selkeää linkkiä liikevaihdon ja osinkojen muutosten välillä. Liikevaihto ja näin ollen kasvu saattaa antaa suuntaviivaa osinkojen kehitykselle, mutta tuskin on kuitenkaan suuri vaikuttava tekijä osingonjaossa. Yhtiön koko vaikuttaa mahdollisesti osingonjakoon suuremmassa kuvassa, mutta yksittäisten yhtiöiden osingonjaon ja koon kehityksen välistä linkkiä voi olla hankala löytää, tai tutkimusaikajakson pitäisi ainakin olla tässä kohtaa merkittävästi pidempi, alkaen heti yhtiön ensimmäisistä vuosista.

Yhtiön iän ja kypsyyden vaikutuksia osingonjakoon on hankalampi arvioida yksittäisten yhtiöiden osalta. Voidaan kuitenkin todeta, että molemmat kohdeyhtiöt ovat jo kohtuullisen vanhoja yhtiöitä (Huhtamäki Oyj lähes 100 vuotta, Elecster Oyj yli 50 vuotta). Tätä voidaan pitää ikään kuin osingonjakoon mahdollistavana tekijänä, yhtiöillä on pitkä historia ja näin ollen voittoa on ehditty kerryttämään jo pidemmän aikaan, mikä saattaa olla taustana ja mahdollistajana kasvaville osingoille.

Kummankaan kohdeyhtiön osalta ei voida puhua, että yhtiö olisi niin sanotusti kypsässä vaiheessa, joskin molemmat varmasti ovat menossa tätä kohden. Viime vuosina molemmat yhtiöt ovat pystyneet yhä kasvattamaan liikevaihtoaan ja myös laajamittaisia investointeja on tehty. Tämä kasvu on luonut perustaa osingoille, mutta todennäköisesti myös

syönyt siitä osansa. Myöskään yhtiöiden tuloksissa ei ole viitteitä siitä, että ne olisivat pienentymässä. Osinkojen kasvulle on todennäköisesti tulevaisuudessa vielä kohtuullisesti nousuvaraa, sillä kun yhtiöt lähestyvät kypsempää vaihetta, saattaa investointikassasta vapautua varoja voitonjaolle.

4.1.6 Osinkohistoria ja konservatiivisuus

Yhtiöiden osinkohistorian ja konservatiivisuuden vaikutuksia osingonjakoon pystytään arvioimaan parhaiten aiemmin esitettyjen pylväsdiagrammien (kuvio 4 ja kuvio 6) viivadiagrammien (kuvio 5 ja kuvio 7) avulla.

Huhtamäki Oyj:n tapauksessa on paljon viitteitä siitä, että osinkohistorialla olisi merkitystä osingonjaossa. Tämä ilmenee aiemmin esitetystä pylväsdiagrammista (kuvio 4). Tutkimusaikajakson alussa osinkoa ei olla muutettu lainkaan, vaikka tuloksen vaihtelut ovat olleet kohtuullisen suuria. Viimeisimpien kymmenen vuoden aikana osinkoa on taas jatkuvasti kasvatettu, vaikka tuloskasvu on välillä ollut myös negatiivista. Vain vuonna 2008 osinkoa on laskettu, mutta suhteessa tämäkin on pientä verrattuna tuloksen laskuun. Vaikuttaisi siltä, että Huhtamäki Oyj haluaa pitää kiinni osinkohistoriasta ja pitää osingonjaon näin johdonmukaisena.

Myös Elecster Oyj:n osalta osinkohistorialla vaikuttaisi olevan kohtuullisen suuri rooli osinkomuutoksiin liittyen, erityisesti katsoen tutkimusaikajakson viimeistä kymmentä vuotta. Tämä ilmenee aiemmin esitetystä pylväsdiagrammista (kuvio 6). Esimerkiksi vuosina 2013 ja 2017 tulos on laskenut edelliseen vuoteen verrattuna, mutta osingonkorotuksista on silti pidetty kiinni. Kyseisinä vuosina osinkoja on kasvatettu niin sanotusti minimi, eli 0,01€ osaketta kohden. Myös vuonna 2018 osinkoa on kasvatettu, vaikka tuloksen kasvu on ollut hyvin pieni. Myös tällöin osinkoa on kasvatettu minimisumma. Toisaalta vuonna 2004 osinkoa ei nähtävästi olla peilattu osinkohistoriaan, sillä osinkoa ei maksettu kyseisenä vuonna lainkaan. Vaikuttaisi kuitenkin siltä, että yhtiön päästessä pidempään yhtäjaksoiseen osingonkasvuhistoriaan, halutaan osingonkasvusta pitää kiinni.

Molempien yhtiöiden osalta osinkohistorialla siis vaikuttaisi olevan vaikutusta osingonjakoon. Huhtamäki Oyj:n tapauksessa tämä on nähtävissä läpi koko tutkimusajakauden. Elecster Oyj:n osalta sen sijaan vasta viimeisimpien kymmenen vuoden aikana.

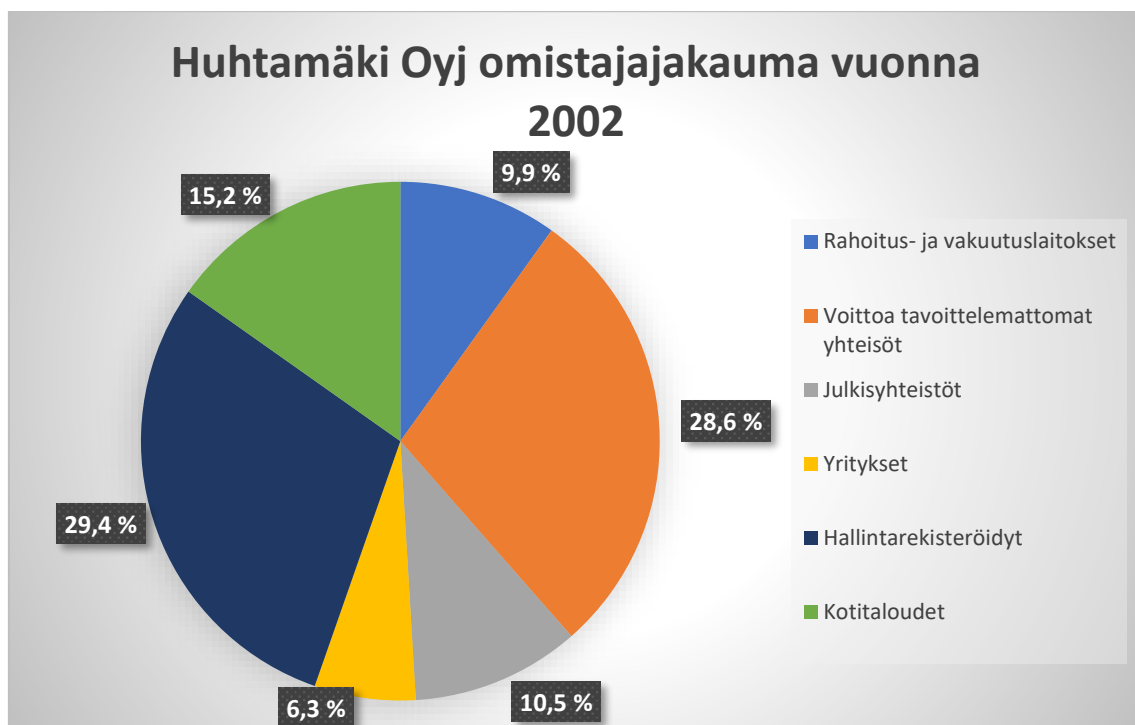
Viivadiagrammista (kuvio 5) voidaan arvioida konservatiivisuuden merkitystä Huhtamäki Oyj:n osingonjaossa. Vuosikohtaiset erot ovat melko suuria tähän liittyen. Joinain vuosina osinkoa on kasvatettu merkittävästi enemmän kuin tulos olisi antanut olettaa, ja toisaalta joinain vuosina tilanne on taas ollut päinvastainen. Viivadiagrammista on poistettu vuodet 2006 - 2009. Vuosina 2006 ja 2009 tulospäätös edelliseen vuoteen on merkittävä, mutta osinkomuutokset hyvin pieniä. Toisaalta vuosina 2007 ja 2008 tulokset ovat heikentyneet merkittävästi, mutta osinkoihin merkittäviä alennuksia ei olla tehty. Näiden perusteella ei voida sanoa, että konservatiivisuus vaikuttaisi merkittävästi Huhtamäki Oyj:n osingonjakoon, joskin tällä voi joitain vaikutuksia siihen olla.

Konservatiivisuutta Elecster Oyj osinkopäätöksissä vaikuttaisi olevan vain vähän. Tämä ilmenee aiemmin esitetystä viivadiagrammista (kuvio 7). Osinkoja on muutettu suhteessa tuloksen muutokseen hyvin pitkälti samansuuruisesti. Joinain vuosina osinkoja on kasvatettu jopa enemmän kuin tulos on noussut. Viivadiagrammista ei näy vuotta 2006 edeltäviä muutosprosentteja, mutta suurimpana poikkeuksena konservatiivisuuskäytännöstä katsottuna on vuosi 2004, jolloin osinkoja ei jaettu lainkaan. Myös tulos painui kyseisenä vuonna tosin negatiiviseksi. Kyseisen vuoden osinkopäätös voidaan katsoa tehdyksi konservatiivisin perustein. Kokonaisuudessaan konservatiivisuus kuitenkin ei näyttäisi olevan kovinkaan suuressa roolissa Elecster Oyj:n osinkopäätöksissä.

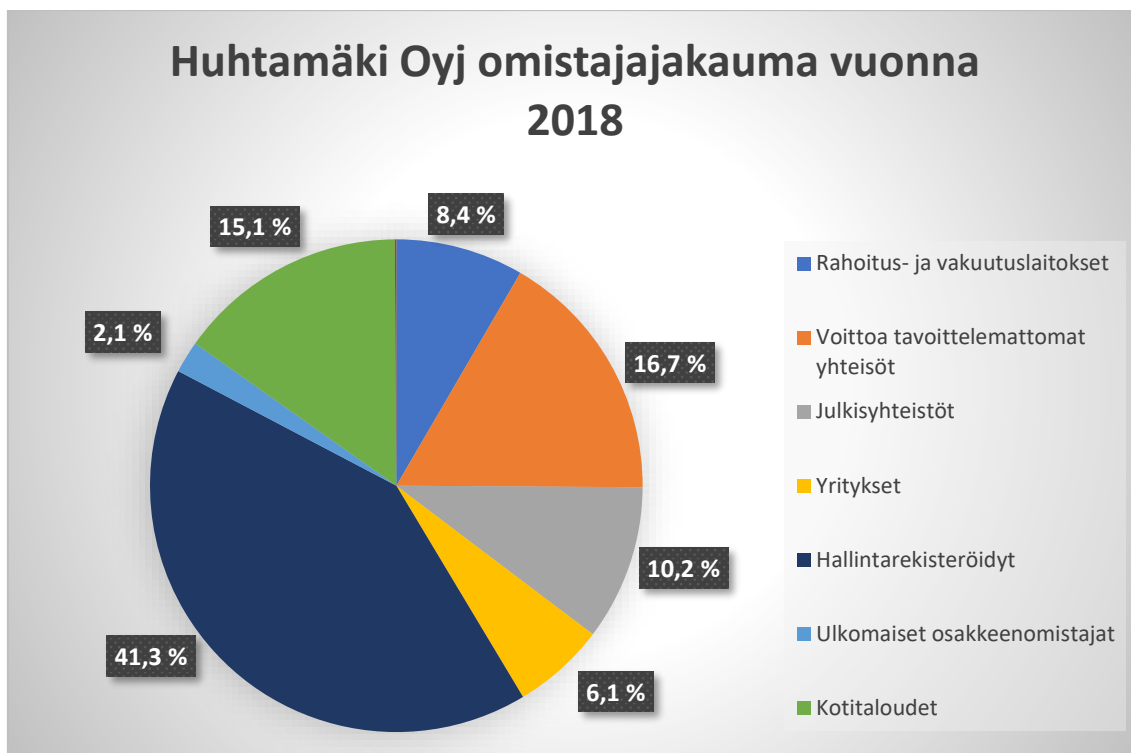
Yhtiöitä verrattuna toisiinsa konservatiivisuuskäytännön liittyen, Huhtamäki Oyj:n osingonjakoon konservatiivisuudella saattaa olla hieman enemmän osuutta kuin vastaavasti Elecster Oyj:n osingonjakoon. Kummankaan yhtiön osalta ei voida kuitenkaan puhua, että konservatiivisuus olisi suuressa roolissa osingonjakoon liittyen, päinvastoin. Mikäli yhtiöt olisivat nuorempia, eikä kertyneitä voittovaroja olisi kertynyt merkittävästi, saattaisi yhtiöiden osingonjakoon linkittyä konservatiivisuus enemmän. Elecster Oyj:n tapauksessa tämä oli nähtävissä vuonna 2004, jolloin se ei osinkoja jakanut lainkaan. Tuolloin Elecster Oyj:n kertyneet voittovarot olivat vielä kohtuullisen pienet, mikä on saattanut johtaa siihen, ettei osinkoa olla uskallettu jakaa, mikäli tulos jäisi negatiiviseksi myös seuraavana vuonna.

4.1.7 Erilaiset omistajakunnat (clientele effect)

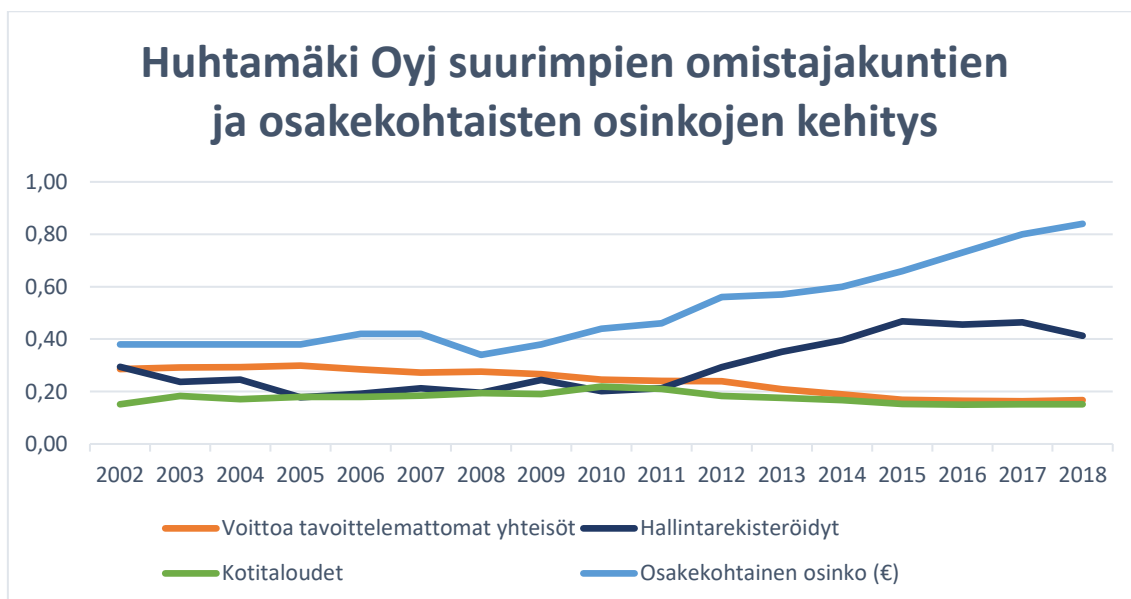
Ympyrädiagrammeista (kuvio 18 ja kuvio 19) nähdään Huhtamäki Oyj suurimmat omistajat tutkimusaikajakson alussa ja lopussa. Näistä on nähtävissä myös suurimmat muutokset tämän jakson aikana. Ympyrädiagrammeista on poistettu alle 1 % omistajakunnat. Suurimmat muutokset ovat tapahtuneet selkeästi hallintarekisteröityjen osuuden kasvussa ja voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen osuuden laskuna. Viivadiagrammissa (kuvio 20) esitetään hallintarekisteröityjen, voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen sekä kotitalouksien omistajaosuuksien muutokset läpi koko tutkimusaikajakson ja samalla myös osinkojen kehitys. Kotitaloudet on otettu viivadiagrammiin mukaan siksi, että ne ovat kolmanneksi suurin Huhtamäki Oyj:n omistajakunta ja vuosien aikana niiden osuus on muuttunut välillä kohtuullisen paljon. Sekä tässä että viivadiagrammissa (kuvio 23) omistajakuntien vuotuisina kiintopisteinä ovat vuotuiset suhteelliset omistajaosuudet.



Kuvio 18. Huhtamäki Oyj omistajajakauma vuonna 2002.



Kuvio 19. Huhtamäki Oyj omistajajakauma vuonna 2018.

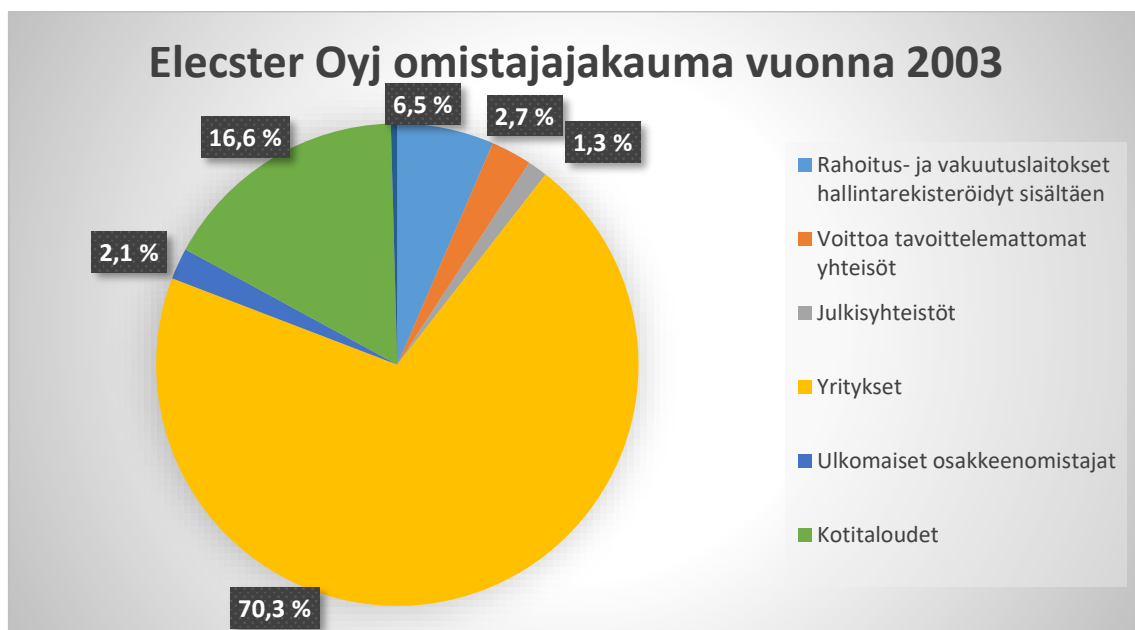


Kuvio 20. Huhtamäki Oyj suurimpien omistajakuntien ja osakekohtaisten osinkojen kehitys.

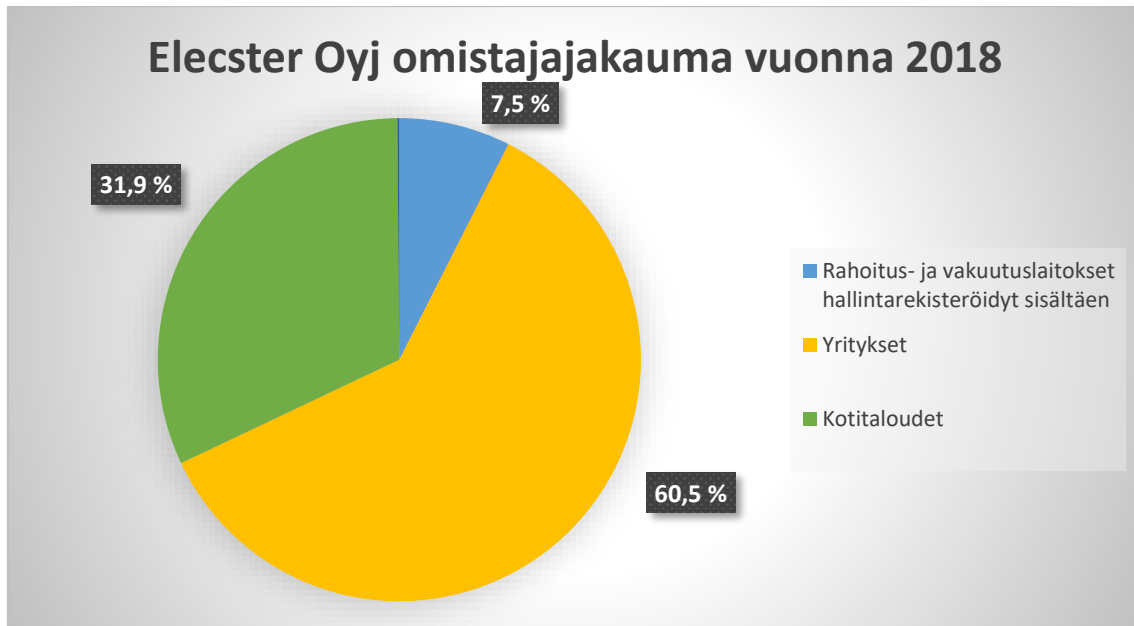
Yllä olevassa viivadiagrammissa (kuvio 20) hallintarekisteröityjen, voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen ja kotitalouksien osuus omistajakunnasta on ilmoitettu desimaaleina, osingot euroina. Viivadiagrammista on nähtävissä, että ainakaan kotitalouksien osuuden

muutoksilla ja osinkojen muutoksilla ei vaikuttaisi olevan keskinäistä riippuvuutta. Sen sijaan on nähtävissä, että voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen osuus on alkanut laskea tasaisesti osinkojen alkaessa nousta. Vastaavasti hallintarekisteröityjen osuus on noussut tasaisesti aina 2015 vuoteen asti siitä lähtien, kun osinkoja on alettu kasvattamaan. Käytännössä hallintarekisteröityjä voidaan pitää ulkomaalaisina suurempina sijoittajina (säätiöt). Huomioitavaa on myös se, että Huhtamäki Oyj:n osingonjakosuhde on alkanut pysymään stabiilimpana kuta kuinkin siitä alkaen, kun hallintarekisteröityjen osuus on alkanut kasvamaan. Osingonjakosuhdetta käydään tarkemmin läpi vielä myöhemmin.

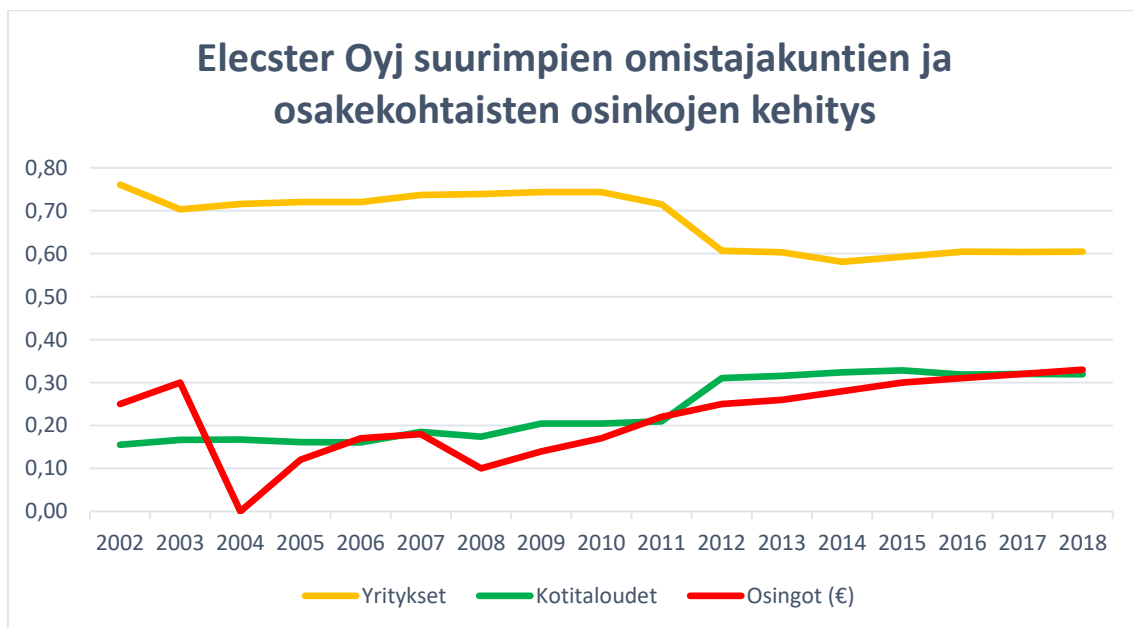
Seuraavista ympyrädiagrammeista (kuvio 21 ja kuvio 22) nähdään Elecster Oyj:n suurimmat omistajakunnat tutkimusaikajakson alussa ja lopussa. Lisäksi omistajakuntien muutokset ovat nähtävissä näistä kuvista. Ympyrädiagrammista on poistettu alle 1 %:n omistajakunnat. Elecster Oyj:n osalta vuoden 2002 sijasta mukaan on otettu vuosi 2003, koska vuoden 2002 omistajakunta on ilmoitettu vuosikertomuksessa hieman eri tavalla. Selkeimmät muutokset ovat nähtävissä kotitalouksien määrän suurenemisena ja yritysten osuuden vähenemisenä. Seuraavassa viivadiagrammissa (kuvio 23) esitetään yritysten ja kotitalouksien omistajaosuuksien muutokset läpi koko tutkimusaikajakson ja samalla myös osinkojen kehitys.



Kuvio 21. Elecster Oyj omistajajakauma vuonna 2003.



Kuvio 22. Elecster Oyj omistajajakauma vuonna 2018.



Kuvio 23. Elecster Oyj suurimpien omistajakuntien ja osakekohtaisten osinkojen kehitys.

Yllä olevassa viivadiagrammissa (kuvio 23) yritysten ja kotitalouksien osuus omistajakunnasta on ilmoitettu desimaaleina, osingot euroina. Viivadiagrammista on havaittavissa, että omistajakuntien muutoksilla ei vaikuttaisi olevan merkittävää yhteyttä osinkojen muutoksiin. Yritysten osuus omistajakunnasta on ollut tutkimusaikajakson alussa suurimmillaan ja loppupuolella pienimmillään. Kotitalouksien osalta tilanne on päinvastainen. Jaettu osinko sen sijaan on ollut lähes yhtä suuri tutkimusaikajakson alussa kuin

lopussa. Elecster Oyj:n osalta muutenkin osinkojen kehitys verrattuna omistajakuntien kehitykseen on ollut usein vaihtelevaa. Vaikuttaisi, että ainakaan osinkojen suuruus itsessään ei peilaa omistajakuntaan Elecster Oyj:n tapauksessa. Koska pitkässä juoksussa omistajakunnassa on kuitenkin tapahtunut muutosta, eli kotitalouksien osuus on suurentunut ja yritysten osuus pienentynyt, jättää tämä mahdollisuuden, että osinkojen vuotuisien muutoksien suuruutta peilataan kuitenkin nykyiseen omistajakuntaan. Tämä vaatisi kuitenkin vielä merkittävästi syvällisempää tutkimusta aiheeseen liittyen.

Verrattuna kohdeyhtiöiden omistajakuntaa, voidaan havaita Elecster Oyj:n omistajakunnan sisältävän enemmän yksityissijoittajia kuin Huhtamäki Oyj:n omistajakunta. Elecster Oyj:n omistajakunta koostuu pääosin yrityksistä, kun taas Huhtamäki Oyj:n omistajakunnassa niiden osuus on alle 10 %. Huhtamäki Oyj:n omistajakunta sen sijaan sisältää merkittävästi enemmän ulkomaalaisia omistajia. Huhtamäki Oyj:n suurimpien omistajakuntien muutoksilla vaikuttaisi olevan yhteys myös osinkomuutoksiin, kun vastaavasti Elecster Oyj:n omistajakunnan ja osinkojen muutosten välillä tällaista yhteyttä ei ole havaittavissa. Ilman syvällisempää tutkimusta on kuitenkin mahdotonta sanoa, onko Huhtamäki Oyj:n osinkojen muutosten ja omistajakuntien muutosten välillä yhteyttä. Mikäli yhtiöllä on kuitenkin intressinä pitää omistajakunta tietynlaisena, saattaa tämä kerätä painetta pitää osingonjako yhä stabiilimpana ja johdonmukaisempana.

4.1.8 Verojen muutokset

Kohdeyhtiöiden verojen muutosten mahdollisia vaikutuksia voidaan tutkia parhaiten aiemmin esitettyjen pylväsdiagrammien (kuvio 4 ja kuvio 6) sekä viivadiagrammien (kuvio 5 ja kuvio 7) avulla. Koska Suomessa osingot maksetaan aina vasta tilikautta seuraavana vuonna, on verojen osalta keskeistä tutkia osinkojen mahdollisia muutoksia verouudistusvuotta edeltävän ja tätä edeltävän vuosien osalta. Kokonaisuuden tutkiminen on myös tärkeää, mutta kuitenkin toissijaista. Teoriaosuudessa esitetyn mukaan suurin osinkoja koskettava verouudistus astui voimaan vuonna 2005. Muita uudistusvuosia ovat 2012, 2014 ja 2017. Näin ollen tutkimuksen kohteena ovat erityisesti vuodet 2003, 2004, 2010, 2011, 2012, 2013, 2015 ja 2016.

Huhtamäki Oyj osalta voidaan tehdä havainto, että ensimmäisenä merkittävänä verouudistuksen alaisena vuotena, eli tilikautta 2004 koskevassa osingonjaossa, osinkoa ei olla muutettu aiempiin vuosiin verrattuna lainkaan. Tätä ennen vuonna 2003 yhtiö on jakanut samaa osinkoa. Eli minkäänlaista muutosta verouudistusta edeltävän ja verouudistusta seuraavan vuoden osingon osalta ei olla tehty, eli tämän perusteella verojen muutoksilla ei ole ollut mitään vaikutusta Huhtamäki Oyj:n osingonjakoon. Elecster Oyj osalta voidaan sen sijaan tehdä havainto, että kyseisistä verouudistusta koskevana vuonna osinkoa ei jaettu lainkaan. Tätä ennen puolestaan kahtena edellisenä vuonna jaettiin kohtuullisen suuret osingot. Näin ollen Elecster Oyj:n osalta tällä veromuutoksella on saattanut olla vaikutusta osingonjakoon.

2012 vuotta koskevaan veromuutokseen liittyen Huhtamäki Oyj on vuotta 2010 koskevassa osingonjaossa kasvattanut osinkoaan kohtuullisen paljon suhteessa aiempaan vuoteen, kun taas ensimmäistä veromuutosta koskevana vuonna 2011 osingon kasvu on ollut kohtuullisen pieni. Samankaltainen osingonkehitys on tapahtunut liittyen 2014 vuoden verouudistukseen. Näiden perusteella vaikuttaisi, että osinkomuutoksia on saatettu peilata jonkin verran verouudistuksiin Huhtamäki Oyj:n tapauksessa. 2017 vuoden verouudistuksen osalta sen sijaan Huhtamäki Oyj on kasvattanut osinkojaan vuonna 2015 ja 2016 keskimäärin yhtä paljon. 2017 vuoden verouudistus ei kuitenkaan koskettanut niin montaa sijoittajaa, mikä on saattanut vaikuttaa siihen, ettei poikkeavia osinkomuutoksia olla nähty aiheelliseksi. Vuosien 2012, 2014 ja 2017 verouudistusten osalta Elecster Oyj:n osingonjaossa ei ole tapahtunut mitään merkittäviä muutoksia. Muutenkin osinkoja on kasvatettu veroista huolimatta kohtuullisen tasaisesti muina tutkimusaikajakson vuosina.

Vaikuttaisi, että kummankaan yhtiön osalta ei voida puhua, että verouudistukset vaikuttaisivat ainakaan dominoivasti osingonjakoon. Uudistukset kuitenkin saattavat aiheuttaa kertaluonteisia muutoksia osinkoihin. Pidemmällä tähtäimellä niillä ei kuitenkaan vaikuttaisi olevan oleellisia vaikutuksia kummankaan kohdeyhtiön osalta.

4.1.9 Osakkeiden takaisinostot ja tulevaisuusaspekti

Huhtamäki Oyj on ostanut omia osakkeitaan vuosina 2002 ja 2003. Kyseisinä vuosina Huhtamäki Oyj on jakanut samansuuruisen osingon (0,38€). Myös vuosina 2004 ja 2005

yhtiön on jakanut 0,38€ osingon, ja näinä vuosina yhtiö ei ole omia osakkeitaan ostanut. Näiden perusteella vaikuttaisi siltä, että osakkeiden takaisinostoilla ei ole ollut vaikutusta yhtiön osingonjakoon. Elecster Oyj ei ole sen sijaan ostanut omia osakkeitaan takaisin koko tutkimusaikajakson aikana. Näin ollen Elecster Oyj:n osalta osakkeiden takaisinostojen vaikutusta osingonjakoon ei voida arvioida.

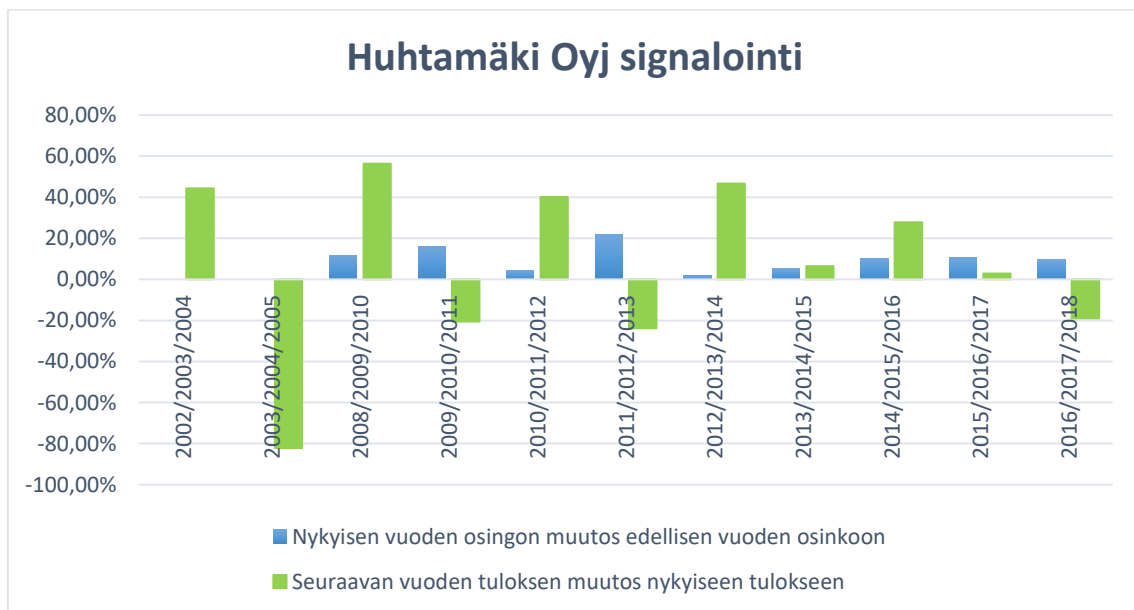
Yleisesti voidaan todeta, että kumpikaan kohdeyhtiö ei ilmeisesti näe osakkeiden takaisinostoja järkevänä voitonjakokeinona, koska niitä on toteutettu hyvin vähän. Huhtamäki Oyj:n peruste osakkeiden takaisinostoille vuosina 2002 ja 2003 tuskin oli voitonjako, kun osinko on kuitenkin pidetty stabiilina. Tämä antaa samalla evidenssiä siitä, että nämä yhtiöt maksavat todennäköisesti voiton myös tulevaisuudessa osinkoina. Myös kasvavat vuotuiset osingot viittaavat siihen, että osingoista halutaan pitää kiinni.

Elecster Oyj:n osalta on mahdotonta sanoa, mitä osakkeiden takaisinostot tarkoittaisivat osinkojen kannalta. Huhtamäki Oyj:n osalta ainakaan aiemmin takaisinostot eivät ole vaikuttaneet osingonjakoon. Toisaalta, mikäli takaisinostot aloitettaisiin osana voitonjakoa, saattaisi vaikutuksia olla. Tässä kohtaa yhtiöt saattaisivat kuitenkin olla jo kypsässä vaiheessa, jolloin kertyneitä voittovaroja on sen verran, että ylimääräistä voittoa halutaan jakaa edelleen myös osinkojen muodossa.

4.1.10 Signalointi

Seuraavassa pylväsdiagrammissa (kuvio 24) esitetään Huhtamäki Oyj:n mahdollista osinkojen signalointivaikutusta. Sekä tässä että myöhemmässä pylväsdiagrammissa (kuvio 25) luvut ovat prosentuaalisia muutosprosentteja. Mikäli nykyisen vuoden osingon muutos edellisen vuoden osinkoon on kuta kuinkin samansuuruinen kuin seuraavan vuoden tuloksen muutos nykyiseen tulokseen, saatetaan osinkoja käyttää tässä tapauksessa mahdollisesti signaloimaan seuraavan vuoden tuottoja. Pylväsdiagrammista voidaan havaita, että nykyisen vuoden osinkojen muutos edelliseen vuoteen ole minään aikajaksona edes lähellä tulevan vuoden tuloksen muutosta nykyisen vuoden tulokseen. Kohtuullisen useina vuosina muutokset ovat jopa päinvastaisia keskenään.

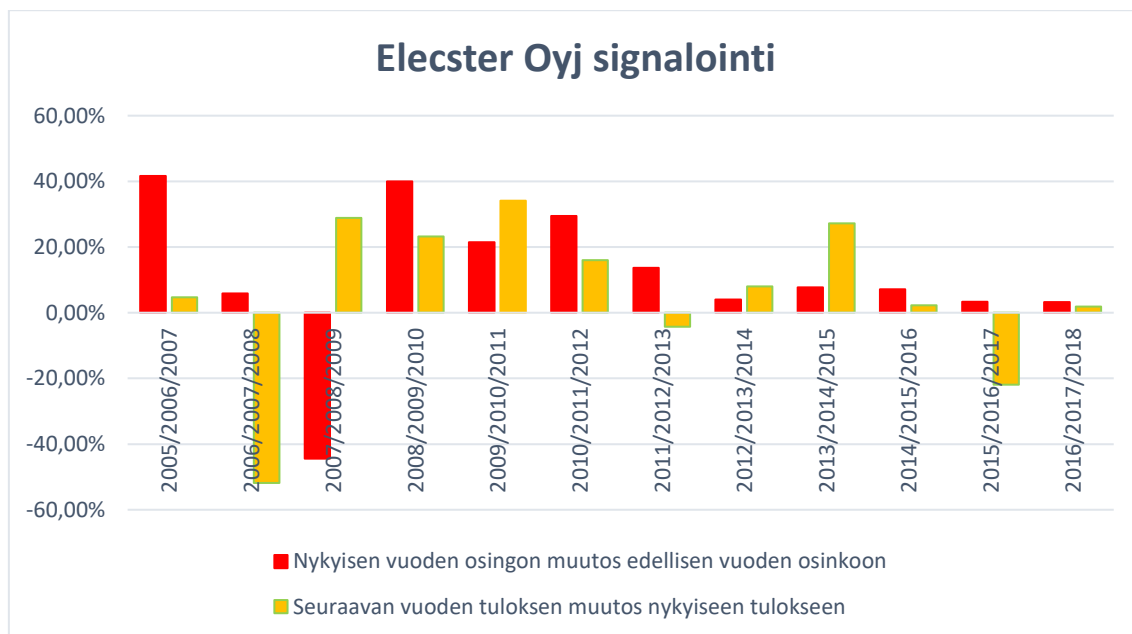
Pylväsdiagrammista (kuvio 24) on poistettu neljä aikajaksoa, johtuen negatiivista tulok-
sista tai erittäin suurista prosentuaalisista tulosvaihteluista, mitkä olisivat hankaloittaneet
havainnollistamista tai graafit olisivat näkyneet virheellisinä. Näiden vuosien arvioi-
miseksi voidaan käyttää apuna aiemmin esitettyä pylväsdiagrammia (kuvio 4). Vuodesta
2004 vuoteen 2005 osinkoa ei olla muutettu lainkaan. Vuodesta 2005 vuoteen 2006 tulos
sen sijaan on parantunut merkittävästi. Vuoden 2005 alhainen tulos johtuu tosin osittain
suurista kertaluonteisista kulueristä. Vuodesta 2005 vuoteen 2006 osinkoa on kasvatettu
jonkin verran, kun taas tulos vuodesta 2006 vuoteen 2007 on laskenut merkittävästi, en-
simmäistä kertaa tutkimusaikajaksolla negatiiviseksi. Vuodesta 2006 vuoteen 2007 osin-
koa ei olla muutettu lainkaan, kun taas vuodesta 2007 vuoteen 2008 tulos on painunut yhä
enemmän negatiiviseksi. Vuodesta 2007 vuoteen 2008 osinkoa on laskettu, kun taas tulos
vuodesta 2008 vuoteen 2009 on noussut huomattavasti. Vaikuttaisi siltä, että Huhtamäki
Oyj ei muuta osinkoja ainakaan seuraavan vuoden tulossennusteiden perusteella. Vaihto-
ehtoisesti johdon näkemykset tulevasta voivat olla virheelliset, mutta tämä on epätoden-
näköisempi vaihtoehto.



Kuvio 24. Huhtamäki Oyj signaointi.

Seuraavassa pylväsdiagrammissa (kuvio 25) esitetään Elecster Oyj:n mahdollista osinko-
jen signaointivaikutusta. Pylväsdiagrammista nähdään, että nykyisen vuoden osingon
muutos edellisen vuoden osinkoon poikkeaa lähes jokaisena vuonna merkittävästi tulevan
vuoden tuloksen muutoksesta nykyisen vuoden tulokseen. Muutos on joinain vuosina

jopa erisuuntainen. Näin ollen vaikuttaisi siltä, että Elecster Oyj:n osinkomuutoksia ei tehdä sillä perusteella, että sillä haluttaisiin viestiä sidosryhmille ainakaan tulevan vuoden tuotoista.



Kuvio 25. Elecster Oyj signalointi.

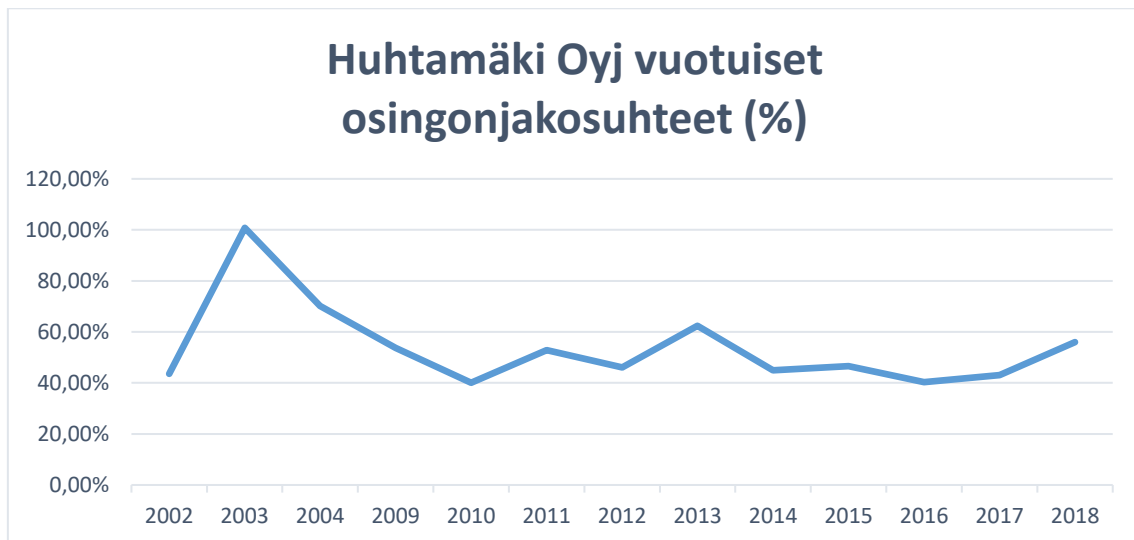
Molempien kohdeyhtiön osalta vaikuttaisi siltä, että osingoilla ei pyritä viestittämään ulospäin ainakaan tulevan vuoden tuotoista. Yhtiöiden tuottojen signalointia osinkomuutoksilla tarkasteltiin tässä vain yhden seuraavan vuoden horisontilla. Mikäli tarkempaa tutkimusta haluttaisiin tehdä pidemmällä horisontilla, tulisi tästä tehdä tarkempi kvantitatiivinen tutkimus. Myös se on mahdollista, että osingoilla halutaan signaloida jotain muuta kuin tuottoja. Tähän ei kuitenkaan perehdytä tässä tutkielmassa.

4.2 Kohdeyhtiöiden osinkopolitiikka

Huhtamäki Oyj ei ole vuosikertomuksissaan aikaväliltä 2002 - 2006 ilmoittanut erikseen mitään tarkkaa osinkopolitiikkaa. Vuoden 2007 toimintakertomuksessa se kuitenkin ilmoittaa, että se pitää osingonjakosuhtetavoitteensa ennallaan 40 %:ssa. Tätä osingonjakotavoitetta se on pitänyt aina vuoteen 2009 asti, minkä jälkeen se on muuttanut tavoitteekseen ylläpitää osingonjakosuhte 40 % - 50 % välillä. Seuraavassa viivadiagrammissa

(kuvio 26) esitetään Huhtamäki Oyj:n vuotuiset osingonjakosuhteet. Sekä tässä että tulevassa viivadiagrammissa (kuvio 27) jokaisen vuoden kiintopiste on vuotuinen osingonjakosuhde prosenteissa. Viivadiagrammista (kuvio 26) on poistettu vuodet 2005 - 2008, johtuen joko erittäin korkeasta osingonjakosuhteesta tai negatiivisen tuloksen seurauksesta syntyneestä negatiivisesta osingonjakosuhteesta. Korkeiden osingonjakosuhteiden esittäminen hankaloittaisi muiden vuosien havainnollistamista. Negatiivisten osingonjakosuhteiden tulkitseminen taas ei ole järkevää. Näiden poistettujen vuosien osalta tutkimisessa voidaan käyttää aiemmin esitettyä pylväsdiagrammia (kuvio 4).

Seuraavasta viivadiagrammista (kuvio 26) voidaan havaita, että 2009 vuodesta eteenpäin osingonjakosuhde on pystynyt noin 40 % - 60% tuntumassa. Tätä ennen vaihtelua on ollut hieman enemmän. Vuosina, joina yhtiön tulos on ollut hyvin pieni tai negatiivinen, osinkoja on jaettu tästä huolimatta (kuvio 4). Käytännössä Huhtamäki Oyj:n osingonjakosuhde on siis läpi koko tutkimusaikajakson pysynyt yli 40 %:n. Minään vuonna osingonjakosuhde ei tätä ole käytännössä alittanut. Suuret ylitykset ovat johtuneet joko pienistä tai negatiivista tuloksista. Näin ollen voidaan sanoa, että Huhtamäki Oyj:n raportoitu osinkopolitiikka on vastannut toteutunutta osingonjakoa useina vuosina, muutamat poikkeamat ovat olleet tavoitellun osingonjakosuhteen ylityksiä.

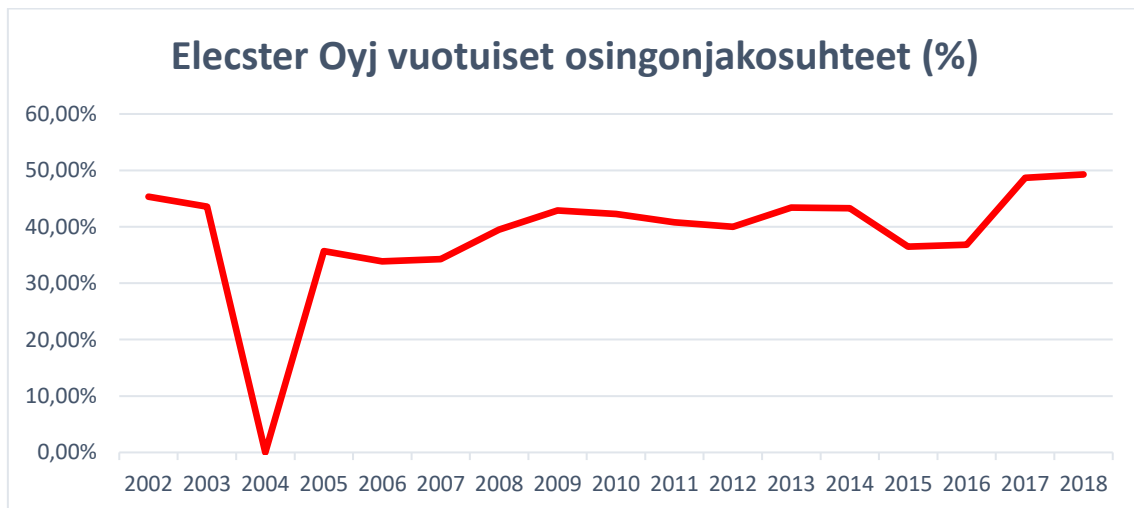


Kuvio 26. Huhtamäki Oyj vuotuiset osingonjakosuhteet (%).

Huhtamäki Oyj:n osinkopolitiikka vaikuttaisi noudattavan tutkimusaikajakson alussa passiivista osinkopolitiikkaa, koska osinko on pidetty samana pitkän aikaa tuloksesta riippumatta. Tämän jälkeen osinkoa on kasvatettu suhteellisen tasaisesti muutamaa vuotta

lukuun ottamatta. Näinä vuosina osinkopolitiikka vaikuttaisi olevan lähimpänä teoriassa esitettyä tavoitteellista osingonjakosuhdetta. Yhtiö on raportoinut selkeän osingonjakosuhdetavoitteen ja sitä se pyrkii noudattamaan. Tämän suhteen se ei ole kuitenkaan ollut liian joustamaton, vaan välillä ylityksiä tähän nähden on tehty. Lisäksi vuoden 2009 jälkeen yhtiö on muutenkin lisännyt joustovaraa, poistamalla tarkan yksittäisen prosentuaalisen tavoitteen.

Elester Oyj ei sen sijaan ole koko tutkimusaikajakson aikana ilmoittanut erikseen tavoiteltua osinkopolitiikkaa, ainakaan vuosikertomuksissaan tai kotisivuillaan. Viivadiagrammissa (kuvio 27) esitetään Elester Oyj:n vuotuiset osingonjakosuhteet.



Kuvio 27. Elester Oyj vuotuiset osingonjakosuhteet (%).

Viivadiagrammista voidaan havaita, että Elester Oyj:n osingonjakosuhteet ovat pysyneet kutakuinkin 35 % - 50 % tuntumassa läpi koko tutkimusaikajakson, lukuun ottamatta vuotta 2004. Vuosikohtaisia heilahteluja on jonkin verran, mutta kokonaisuudessaan osinkoja on jaettu kohtuullisen tasaisesti. Viimeisimpinä vuosina osingonjakosuhdetta tosin on kasvatettu kohtuullisen paljon. Elester Oyj:n osinkopolitiikka vaikuttaisi tutkimusaikajakson ensimmäisinä vuosina noudattaneen teoriassa esitettyä aktiivista osinkopolitiikkaa. Viimeisimpien kymmenen vuoden aikana osinkopolitiikka vaikuttaisi kuitenkin olevan lähimpänä tavoitteellisen osingonjakosuhteen osinkopolitiikkaa.

4.3 Tutkielman tulokset

Päätutkimuskysymys ja alatutkimuskysymykset ovat esitetty seuraavasti:

- Millaista ja mihin pohjautuvaa osingonjakoa Helsingin pörssin osinkoaristokraatit ovat harjoittaneet?
- 1. Mihin tekijöihin yhtiöiden osingonjako vaikuttaisi pohjautuvan eniten?
- 2. Vastaako yhtiöiden raportoima osinkopolitiikka toteutunutta osingonjakoa?
- 3. Voidaanko yhtiöiden osingonjaon katsoa noudattavan jotain teoriassa esitettyä osinkopolitiikkaa?

Vastaus ensimmäiseen alatutkimuskysymykseen, eli mihin tekijöihin yhtiöiden osingonjako vaikuttaisi pohjautuvan eniten?

Huhtamäki Oyj:n osingonjaossa vahvin havaittavissa oleva yhteys vaikuttaisi olevan kertyneiden voittovarojen muutokseen liittyen. Yhteyttä ei ollut kuitenkaan havaittavissa osinkojen ja tilikauden tuloksen muutoksien välillä. Lisäksi viitteitä löytyi siitä, että yhtiö peilaisi osinkoa osinkohistoriaansa. Yhtiön kahden suurimman omistajakunnan, hallintarekisteröityjen ja voittoa tavoittelemattomien yhtiöiden vuotuisilla osuusmuutoksilla saattaa olla jonkinlainen yhteys osinkojen vuotuisiin muutoksiin. Tämän tutkielman perusteella on kuitenkin mahdotonta sanoa, onko näiden kahden tekijän välillä todellisuudessa mitään yhteyttä.

Elecster Oyj:n tapauksessa vahvin yhteys vaikuttaisi olevan osinkojen muutoksen ja tilikauden tuloksen muutoksen välillä. Vuotuisten osinkojen muutosprosentit ovat olleet lähes jokaisena vuonna hyvin lähellä tulosten muutosprosentteja. Viimeisimpinä vuosina yhteys on heikentynyt. Viimeisimpien kymmenen vuoden aikana melko vahva yhteys esiintyy myös osinkojen muutoksen ja kertyneiden voittovarojen muutoksen välillä. Eri-tyisesti viimeisimpien kymmenen vuoden aikana Elecster Oyj:n osalta viitteitä löytyy myös siitä, että osinkojen muutoksia peilattaisiin osinkohistoriaan.

Molempien yhtiöiden osalta pääomarakenteen muutoksilla omavaraisuudella mitattuna saattaa olla jonkin verran yhteyttä osinkojen muutoksiin. Toisaalta yhtiöiden omavaraisuuden noustessa tarpeeksi, sen merkitys osinkomuutoksiin liittyen näyttäisi pienenevän. Muutenkaan omavaraisuuden kehitys suhteessa osinkojen muutokseen ei vaikuttaisi olevan yhtä selkeä, kuin yllä esitetyt asiat. Verojen muutoksilla on mahdollisesti vaikutusta yksittäisenä/yksittäisinä verouudistusvuotena/-vuosina. Verojen muutokset eivät kuitenkaan todennäköisesti ole dominoiva vaikuttaja yhtiöiden osinkomuutoksissa ja muutenkin verojen muutosten vaikutukset näyttäisivät koskevan korkeintaan yksittäisiä vuosia.

Vastaus toiseen alatutkimuskysymykseen, eli vastaako yhtiöiden raportoima osinkopolitiikka toteutunutta osingonjakoa?

Huhtamäki Oyj ei ole ilmoittanut tutkimusaikajakson alussa ainakaan vuosikertomuksissaan tavoiteltua osinkopolitiikkaa. Oletettavasti ainakin vuodesta 2006 alkaen yhtiön tavoiteltu osinkopolitiikka on ollut ylläpitää osingonjakosuhde 40 %:ssa. 2009 vuodesta alkaen tavoitteeksi on ilmoitettu 40 % - 50 %. Kyseisten vuosien aikana yhtiö on pysynyt useimpina vuosina tavoitellussaan osingonjakosuhteessa. Muutamina vuosina osingonjakosuhde on ylittänyt tavoitteen merkittävästi. Minään vuonna tavoiteltua osingonjakosuhdetta ei ole alitettu.

Elecster Oyj ei ole ainakaan vuosikertomuksissaan tai kotisivuillaan ilmoittanut tavoiteltua osinkopolitiikkaa. Tästä johtuen Elecster Oyj:n osalta toiseen alatutkimuskysymykseen ei voida vastata.

Vastaus kolmanteen alatutkimuskysymykseen, eli voidaanko yhtiöiden osingonjaon katsoa noudattavan jotain teoriassa esitettyä osinkopolitiikkaa?

Huhtamäki Oyj:n osingonjaon voidaan katsoa noudattaneen tutkimusaikajakson ensimmäisinä vuosina passiivista osinkopolitiikkaa, koska osinkojako on pidetty samana useamman vuoden ajan, tuloksesta riippumatta. Tämän jälkeen osingonjako on siirtynyt noudattamaan enemmänkin tavoitellun osingonjakosuhteen mukaista osinkopolitiikkaa.

Elecster Oyj:n osingonjaon sen sijaan voidaan pitää tutkimusaikajakson alussa ottaneen piirteitä aktiivisesta osinkopolitiikasta. Osinkoja on muutettu hyvin suoraviivaisesti suhteessa tuloksen kehitykseen. Kun tulos on jäänyt negatiiviseksi, osingosta on luovuttu kyseisenä vuonna kokonaan. Myöhemmin, viimeisimpien kymmenen vuoden aikana, yhtiön osinkopolitiikka on kuitenkin yhä enemmän alkanut ottamaan piirteitä tavoitteellisesta osingonjakosuhteesta.

Vastaus päätutkimuskysymykseen, eli millaista ja mihin pohjautuvaa osingonjakoa Helsingin pörssin osinkoaristokraatit ovat harjoittaneet?

Tutkielman molempien osinkoaristokraattien, Huhtamäki Oyj:n ja Elecster Oyj:n, osingonjaosta on löydettävissä monia yhtäläisyyksiä, joskin löydettävissä on myös selkeitä eroavaisuuksia. Yhtäläisyyksiä löytyy enemmän tutkimusaikajakson viimeisimpien kymmenen vuoden osalta. Viimeisimpien kymmenen vuoden aikana molempien yhtiöiden osingonjakoa voidaan kuvailla kohtuullisen johdonmukaiseksi, tasaisesti kasvavaksi ja tietyllä tapaa ennalta arvattavaksi, mikä voidaan nähdä sijoittajan kannalta hyvänä asiana. Tätä tukee erityisesti se, että molemmat yhtiöt vaikuttaisivat peilaavan tulevaa osinkoaan kohtuullisen paljon aiemmin jaettuun osinkoon, ja molemmilla yhtiöillä on vaikuttanut olevan pyrkimyksenä kasvattaa osinkojaan jokaisena vuonna (viimeisimpien kymmenen vuoden aikana), vaikka tulos olisikin hieman heikentynyt. Huhtamäki Oyj:n osingonjaossa johdonmukaisuutta tukee myös se, että yhtiö on lähes jokaisena vuonna pysynyt raportoimassaan osingonjaossa, muutamaa vuotta lukuun ottamatta (viimeisimpien kymmenen vuoden aikana). Näinäkin vuosina osingonjako ylitti tavoitellun osingonjakosuhteen. Elecster Oyj:n raportoidun osinkopolitiikan puute tuo tietyllä tapaa hieman epävarmuutta.

Molemmilla yhtiöillä näennäinen osinkopolitiikka on muuttunut tutkimusaikajakson aikana kohti tavoitteellista osingonjakosuhdetta. Tietyllä tapaa tämä on myös lisännyt osingonjaon johdonmukaisuutta, koska tämänkaltaisen osinkopolitiikka jättää liikkumavaraa osingoille enemmän verrattuna muihin osinkopolitiikkoihin. Näin ollen osinkojen vuotuiset muutokset ovat eivät ole olleet merkittävän suuria viimeisimpien kymmenen vuoden aikana. Huhtamäki Oyj on tutkimusaikajakson alussa harjoittanut passiivista osinkopolitiikkaa, joka teki tällöin yhtiön osingonjaosta erittäin tasaista absoluuttisesti mitat-

tuna. Elecster Oyj:n osinkopolitiikka sen sijaan tutkimusaikajakson alussa vaikuttaa olleen lähimpänä aktiivista osinkopolitiikka, mikä aiheutti osingonjaossa suuriakin vuotuisia heilahteluja.

Huhtamäki Oyj:n osingonjaon ennalta arvattavuutta ja johdonmukaisuutta lisää entisestään se, että sen osinkojen muutokset ja kertyneiden voittovarojen muutokset vaikuttaisivat olevan yhteydessä keskenään. Koska kyseessä on tasepohjainen erä, ovat muutokset pienempiä verrattuna tuloslaskelmapohjaisiin muutoksiin. Lisäksi jonkinlainen yhteys osingonjakoon on mahdollisesti omistajakuntien muutoksilla, minkä voidaan nähdä vähentävän riskiä siitä, että vuotuiset muutokset olisivat merkittäviä, sillä omistajakuntien suuret muutokset tuskin ovat vuotuisesti kovinkaan suuria. Elecster Oyj:llä vahvin yhteys osinkojen muutoksiin vaikuttaisi olevan tilikauden tuloksella, erityisesti tutkimusaikajakson alussa. Tämä on muodostanut sen osingonjaosta tutkimusaikajakson alussa epävarmaampaa. Tutkimusaikajakson viimeisimpien kymmenen vuoden aikana yhteys on havaittavissa myös osingonjaon ja kertyneiden voittovarojen muutosten välillä. Tämä on vakauttanut Elecster Oyj:n osingonjakoa myöhemmin. Myös pääomarakenteen (omavaraisuudella mitattuna) ja osingonjaon välillä vaikuttaisi olevan jonkinlainen yhteys. Myös omavaraisuusaste on tasepohjainen luku, minkä vuoksi vuotuiset muutokset eivät ole kovinkaan suuria.

Epävarmuutta yhtiöiden osingonjaossa pienentää se, että niiden osingonjako ei vaikuta seuraavan ainakaan merkittävästi investointien muutoksia, tulevaisuuden tuottoennusteita tai verojen muutoksia. Näiden muutokset voisivat vuosittaisilla tasoilla olla kohtuullisen suuria, minkä vuoksi osingonjaossa saattaisi esiintyä merkittäviä vuotuisia heilahduksia ja näin ollen tehden osingonjaosta hyvin epävarma. Tieto siitä, miten osakkeiden takaisinostot vaikuttaisivat osingonjakoon, lisää jonkin verran riskiä näiden yhtiöiden osingonjaon tulevaisuudesta.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA JATKOTUTKIMUSMAHDOLLISUUDET

5.1 Johtopäätökset

Tutkielman päätavoitteena oli tutkia Helsingin pörssin osinkoaristokraattien osingonjakoa ja saada näiden yhtiöiden osingonjaosta mahdollisimman syvällinen käsitys. Tutkimuksessa etsittiin vastauksia seuraaviin kysymyksiin:

- Millaista ja mihin pohjautuvaa osingonjakoa Helsingin pörssin osinkoaristokraatit ovat harjoittaneet?
- 1. Mihin tekijöihin yhtiöiden osingonjako vaikuttaisi pohjautuvan eniten?
- 2. Vastaako yhtiöiden raportoima osinkopolitiikka toteutunutta osingonjakoa?
- 3. Voidaanko yhtiöiden osingonjaon katsoa noudattavan jotain teoriassa esitettyä osinkopolitiikkaa?

Tutkielman kohdeyhtiöt koostuivat kahdesta Helsingin pörssin osinkoaristokraatista, Huhtamäki Oyj:stä sekä Elecster Oyj:stä. Tutkielman aineistona käytettiin julkista dataa, yhtiöiden tilinpäätöstietoja ja vuosikertomuksia. Aineiston analysoinnissa käytettiin tunnuslukuanalyysia sekä lukujen vuotuisia muutoksia tarkasteltiin suhteessa osinkojen muutoksiin. Lisäksi yhtiöiden osingonjakoa tutkittiin kokonaisuutena ja arvioitiin yhtiöiden osinkopolitiikkaa.

Tutkielman teoriaosuus muodostettiin kokoamalla osingonjakoon liittyviä tutkimuksia ja näkemyksiä yhteen. Teoriaosuuden lopuksi näistä muodostettiin pyramidikuvio, jota hyödynnettiin tutkielman empiria- osiossa. Seuraavaksi tutkielman tuloksia verrataan teoriaosuudessa esitettyihin tutkimustuloksiin.

Teorian pohjalta yhdeksi varmin ja merkittävimmin osingonjakoon vaikuttavaksi tekijäksi nousi tilikauden tulos. Tutkielman tulosten perusteella Elecster Oyj:n osingonjako erityisesti tutkimusaikajakson ensimmäisinä vuosina osinkojen muutoksilla ja tilikauden tuloksen muutoksilla vaikuttaisi olevan yhteys, eli on näin ollen linjassa Lintnerin (1956),

DeAngelon ym. (1992), Deniksen ja Osobovin (2008), sekä Skinnerin ja Soltesin (2011) tutkimusten kanssa. Viimeisimpien vuosien osalta yhteys on kuitenkin heikentynyt. Huhtamäki Oyj:n osingonjaossa sen sijaan osinkojen muutoksella tilikauden tuloksen muutoksella ei vaikuta olevan yhteyttä, eli Huhtamäki Oyj:n osingonjako ei ole linjassa teoriassa esitettyjen tutkimusten kanssa.

Kertyneet voittovarot nousivat teorian pohjalta toiseksi keskeiseksi osingonjakoon vaikuttavaksi tekijäksi. Erityisesti Huhtamäki Oyj:n osingonjaossa osinkojen muutoksella ja kertyneiden voittovarojen muutoksilla vaikuttaisi olevan yhteys ja on näin ollen linjassa Deniksen ja Osobovin (2008) tutkimuksen kanssa. Myös Elester Oyj:n osingonjaossa on viitteitä kertyneiden voittovarojen ja osingonjaon välisestä yhteydestä, viimeisimpien kymmenen vuoden aikana, joskaan linkki ei ole niin vahva kuin Huhtamäki Oyj:n tapauksessa.

Kallunki ym. (2007, 45), sekä Martikainen ja Vaihekoski (2015, 118-119) nostavat pääomarakenteen ja osingonjaon välisen yhteyden tärkeäksi. Myös von Eijen ja Megginsonin (2008) tutkimus antaa viitteitä näiden kahden välisestä yhteydestä. Näin ollen myös tutkielman teoriaosiossa pääomarakenteen merkitys on nostettu suureksi vaikuttajaksi. Tutkielman molempien kohdeyhtiöiden pääomarakenteella omavaraisuusasteella mitattuna vaikuttaisi olevan jonkinlainen yhteys osingonjakoon. Kun omavaraisuusaste on noussut tietylle tasolle, osingonjaon ja omavaraisuusasteen välinen yhteys on alkanut pienenty-mään.

Investointien merkitys osingonjakoon liittyen nousi myös merkittäväksi seikaksi teorian perusteella (Brav ym. 2005; Rozeff 1982). Tämän tutkielman pohjalta vaikuttaisi kuitenkin siltä, ettei investointien ja osingonjaon välillä ole merkittävää linkkiä osinkoaristokraattien tapauksessa. Mahdollisesti investointien merkitys osingonjaossa koskee enemmänkin nuoria kasvuvaiheessa olevia yhtiöitä, joilla ei jää jaettavia varoja investointien jälkeen.

Yhtiön koko, ikä ja maturiteetti nostettiin myös merkittäväksi osingonjakoon liittyväksi asiaksi teoriaosuudessa (Fama & French; von Eije & Megginson 2008; Knüpfer & Puttonen 2018, 205; Grullon ym. 2002; Denis & Osobov 2008). Yhtiön koolla liikevaihdon muutoksilla mitattuna ei löytynyt selkeää linkkiä osinkoaristokraattien osingonjakoon.

Mahdollisesti koon vaikutukset osingonjakoon näkyisivät selkeämmin suuremmassa kuvassa. Lisäksi yksittäisiä yhtiöitä tutkimalla tutkimusaikajakson pitäisi todennäköisesti olla pidempi, lähtien heti yhtiön perustamisvuodesta, jolloin koon muutokset ovat todennäköisesti suhteessa suurempia. Myös yhtiön iän ja maturiteetin vaikutus osingonjakoon on vaikea tutkia yksittäisten yhtiöiden tasolla, minkä vuoksi tässä tutkielmassa näiden tekijöiden vaikutuksesta osingonjakoon ei saatu selvyyttä.

Osinkohistoria ja konservatiivisuus esitettiin teoriaosiossa pyramidin toiseksi alimmalla tasolla, olettaen siis niiden vaikutuksen olevan osingonjakoon huomattava. Molemmat yhtiöt vaikuttaisivat pelaavan erityisesti viimeisimpien kymmenen vuoden aikana osinkojaan osinkohistoriaan ja on näin ollen linjassa Lintnerin (1956) ja Bravin ym. (2005) tutkimusten kanssa. Sen sijaan konservatiivisuus ei peilautunut kummankaan yhtiön osingonjakoon merkittävästi ja on näin ollen ristiriidassa Lintnerin (1956) ja Bravin ym. (2005) tutkimusten kanssa.

Myös omistajakuntien muutokset esitettiin teoriaosiossa pyramidin toiseksi alimmalla tasolla. Suurin osa teoriassa esitetyistä tutkimuksista esitti omistajakuntien ja osingonjaon välisen yhteyden olevan selkeä (Graham & Kumar 2006; Chetty & Saez 2005; Korkeamäki ym. 2010; Amihud & Lin 2006; Short ym. 2002; Rozeff 1982; Jensen ym. 1992; Gugler 2003; Grinstein & Michaely 2005; Allen ym. 2000), mutta osa tutkimuksia esitti päinvastaisia tutkimustuloksia tai oli muuten hieman ristiriidassa (Michaely ym. 1995; Lasfer 1996; Brav ym. 2005). Tämän tutkielman perusteella ei voida sanoa, että selkeää linkkiä osingonjaon muutosten ja omistajakuntien muutosten välillä olisi. Huhtamäki Oyj:n osalta on viitteitä, että tiettyjen omistajakuntien muutoksilla on saattanut olla jonkinlainen yhteys osinkojen muutoksiin. Elecster Oyj:n osalta vastaavia tuloksia ei ollut havaittavissa.

Verojen muutokset esitettiin teoriaosiossa pyramidin keskitasolla. Osa tutkimuksista esitti verojen ja osingonjaon yhteyttä (Lasfer 1996; Chetty & Saez 2005; Korkeamäki ym. 2010; Hanlon & Hoopes 2014; Buchanan ym. 2017) kun taas osa päinvastoin (Ferris ym. 2006; La Porta ym. 2000; Brav ym. 2005; Brav ym. 2008). Tässä tutkielmassa kummankaan yhtiön osalta ei voida sanoa, että verojen ja osingonjaon välinen yhteys olisi vahva.

Muutamia havaintoja verouudistusten ja yksittäisten osingonmuutosten välillä oli havaittavissa Hanlonin ja Hoopesin (2014) sekä Buchanan ym. (2017) tutkimusten tapaan, mutta nämäkään havainnot eivät olleet säännöllisiä kummankaan yhtiön osalta.

Myös osakkeiden takaisinostot esitettiin teoriaosiossa pyramidin keskitasolla, johtuen kohtuullisen ristiriitaisista näkemyksistä osakkeiden takaisinostojen ja osingonjaon yhteyden välillä. Grullonin ja Michaelyn (2002) tutkimuksen mukaan osakkeiden takaisinostot ja osingot voidaan nähdä toistensa substituuutteina, kun taas Ferriksen ym. (2006) ja Brealeyn ym. (2007) mukaan ei. Von Eijen & Megginsonin (2008) tutkimuksen mukaan nämä kaksi sen sijaan voidaan nähdä toistensa komplementteina. Tämän tutkielman osalta osakkeiden takaisinostojen vaikutus osingonjakoon liittyen jäi melko suppeaksi, johtuen pienestä havaintomäärästä koskien osakkeiden takaisinostoja. Huhtamäki Oyj oli ostanut kahtena vuonna omia osakkeitaan takaisin. Kumpanakaan vuonna osingonjaossa ei näkynyt minkäänlaista muutosta. Elecster Oyj puolestaan ei ollut ostanut omia osakkeitaan koko tutkimusaikajakson aikana. Tämän tutkielman tulokset osakkeiden takaisinostojen osalta ovat lähimpänä Ferriksen ym. (2006) ja Brealeyn ym. (2007) näkemyksiä.

Signalointi nostettiin pyramidissa korkealle johtuen vahvasti poikkeavista tutkimustuloksista. Millerin ja Modiglianin (1961) sekä Nissimim ja Zivin (2001) mukaan tuottojen signaloinnin ja osingonjaon välillä on selkeä yhteys, kun taas Skinner ja Soltes (2011), Watts (1973), DeAngelo ja DeAngelo (1996), Benartzi ym. (1997), sekä Grullon ym. (2005) eivät vastaavaa yhteyttä löytäneet. Tässä tutkielmassa signaloinnilla ei nähty olevan yhteyttä osingonjakoon kummankaan yhtiön osalta. Huomioitavaa kuitenkin on, että tässä tutkielmassa tarkasteltiin vain vuoden tulevaisuishorisontin tuottoja aiemman vuoden osinkomuutoksiin verrattuna.

Huhtamäki Oyj:n raportoitu osinkopolitiikka vastaa useimpina vuosina sen toteutunutta osingonjakoa. Muutamina vuosina osingonjakosuhde on ylittynyt, minään vuonna ei alittunut. Elecster Oyj ei ollut raportoinut osinkopolitiikkaansa julkisesti, minkä vuoksi sen osinkopolitiikan toteutumista ei pystytty arvioimaan.

Huhtamäki Oyj:n osingonjaon voidaan katsoa noudattaneen tutkimusaikajakson ensimmäisinä vuosina teoriassa esitettyä passiivista osinkopolitiikkaa, jonka jälkeen osingon-

jako on siirtynyt noudattamaan enemmänkin teoriassa esitettyä tavoitellun osingonjakosuhteen mukaista osinkopolitiikkaa. Elester Oy:n osingonjaon sen sijaan voidaan pitää tutkimusaikajakson alussa olleen lähimpänä teoriassa esitettyä aktiivista osinkopolitiikkaa. Myöhemmin, viimeisimpien kymmenen vuoden aikana, yhtiön osinkopolitiikka on alkanut ottamaan piirteitä teoriassa esitetystä tavoitellusta osingonjakosuhteesta.

Tutkimusaikajakson ensimmäisinä vuosina näiden kahden osinkoaristokraatin osingonjakoa voidaan pitää kohtuullisen erilaisena. Viimeisimpien kymmenen vuoden aikana kuitenkin molempien yhtiöiden osingonjaosta on muodostunut kohtuullisen johdonmukaista, tasaisesti kasvavaa ja tietyllä tapaa ennalta arvattavaa. Näiden yhtiöiden osingonjakoon mahdollisesti yhteydessä olevat asiat tutkimusaikajakson alussa erosivat merkittävästi, mutta viimeisimpien kymmenen vuoden aikana ne ovat muuttuneet yhdenmukaisemmiksi, joskin edelleen eroja on havaittavissa. Myös osinkopolitiikka on muuttunut molemmilla tutkimusaikajakson aikana yhtenäisemmäksi, kohti tavoitteellisen osingonjakosuhteen osinkopolitiikkaa. Huhtamäki Oy:n osingonjaon osalta ennalta arvattavuutta tuo se, että se on pysynyt kohtuullisen hyvin raportoimassaan osinkopolitiikassa. Muutamina vuosina se on ylittänyt tavoitellut osinkopolitiikkansa, mikä on sijoittajan kannalta tarkoittanut sitä, että osinkoa ei olla laskettu, päinvastoin. Sijoittajan kannalta nämä osinkoaristokraatit voidaan nähdä houkuttelevana sijoituskohteena osingonjaon fundamenttien näkökulmasta. Akateemisesta näkökulmasta osinkoaristokraattien osingonjako jättää vielä paljon tutkittavaa, nimenomaan laajemmalla aineistolla. Tämä tutkielma on luonteeltaan kvalitatiivinen, eli tuloksia ei olla testattu tilastollisesti.

5.2 Jatkotutkimusmahdollisuudet

Vaikka osingonjakoa on tutkittu jo useiden vuosien ajan, voidaan silti katsoa, että osingonjakoon liittyvät asiat jättävät vielä paljon tutkittavaa tulevaisuudessa. Tämän tutkielman kohdeyhtiöiksi pyrittiin valitsemaan kaksi mahdollisimman samantyyppistä yhtiötä perusoletuksiltaan. Tutkiessa tarkemmin näiden yhtiöiden osingonjakoa, vaikuttaisi se olleen tutkimusaikajakson alussa kohtuullisen erilaista, mutta viimeisimpien kymmenen vuoden aikana siitä on muodostunut yhdenmukaisempaa, joskin eroavaisuuksia on edel-

leen havaittavissa. Useat tutkimukset ovat tutkineet yhtiöiden osingonjakoa laajalla aineistolla, ja usein tämä aineisto on sisältänyt hyvin erityyppisiä yhtiöitä. Tietyiltä osin merkittävien tutkimusten tulokset ovat ristiriidassa keskenään.

Tämä tutkielma antaa aihetta tutkia tarkemmin erityisesti osinkoaristokraattien osingonjakoa laajalla aineistolla kvantitatiivisella menetelmällä. Tutkimusaineistoa voidaan rajata vielä esimerkiksi toimialan ja yhtiön iän ja koon mukaan, jotta aineisto koostuu samantyyppisistä yhtiöistä. Tämä edellyttäisi kansainvälistä tutkimusaineistoa, koska Suomen markkinoilta osinkoaristokraatteja ei löydy tarpeeksi kvantitatiivisen tutkimuksen toteuttamiseksi. Toisaalta tutkimusta voitaisiin laajentaa myös kvalitatiivisella tutkimuksella niin, että mukaan otettaisiin haastattelutyyppistä menetelmää. Näin voitaisiin saada lisäymmärrystä näiden yhtiöiden osingonjakoon liittyen.

Toisaalta jatkotutkimusmahdollisuudet ulottuvat myös muihinkin kuin osinkoaristokraatteihin. Todennäköisesti olisi kuitenkin merkittävää rajata aineisto siten, että se sisältää samantyyppisiä yhtiöitä. Tämä saattaisi olla yksi keino, joka mahdollistaisi jonkinlaisen osingonjakoon perustuvan mallin rakentamisen aina tietyn tyyppisille yhtiöille. Koska aiempien tutkimusten valossa yhtä selittävää teoriaa ei olla pystytty rakentamaan, ei tämä välttämättä ole edes mielekäästä. Näin ollen yhden kaikkenselittävän mallin sijaan useamman erillisen mallin rakentamisen tavoittelu saattaisi olla järkevämpää ja realistisempaa.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus

- Adams C, Hoque Z & McNicholas P (2006) Case studies and action research. Teoksessa Hoque Z *Methodological Issues in Accounting Research: Theories, Methods and Issues*. London: Spiramus, 361-374.
- Allen F, Bernardo AE & Welch I (2000) A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *The Journal of Finance* 55(6): 2499-2536.
- Amihud Y & Li K (2006) The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effects of Institutional Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41(3): 637-660.
- Becker BO, Ivković Z & Weisbenner S (2011) Local Dividend Clienteles. *The Journal of Finance* 66(2): 655-683.
- Benartzi S, Michaely R & Thaler R (1997) Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *The Journal of Finance* 52(3): 1007-1034.
- Black F (1996) The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management* 23(5): 8-12.
- Brav A, Graham JR, Harvey CR & Michaely R (2008) The Effect of the May 2003 Dividend Tax Cut on Corporate Dividend Policy: Empirical and Survey Evidence. *National Tax Journal* 61(3): 381-396.
- Brav A, Graham JR, Harvey CR & Michaely R (2005) Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77(3): 483-527.
- Brealey RA, Myers SC & Allen F (2020) *Principles of Corporate Finance*. New York, NY: McGraw-Hill Education.
- Brealey RA, Myers SC & Marcus AJ (2007) *Fundamentals of Corporate Finance*. Boston: McGraw-Hill.
- Brennan MJ & Thakor AV (1990) Shareholder Preferences and Dividend Policy. *The Journal of Finance* 45(4): 993-1018.
- Brockman P & Unlu E (2009) Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics* 92(2): 276-299.
- Brunzell T, Liljeblom E, Löflund A & Vaihekoski M (2014) Dividend policy in Nordic listed firms. *Global Finance Journal* 25(2): 124-135.
- Bryman A & Bell E (2011) *Business Research Methods*. Oxford: Oxford University Press.

- Buchanan BG, Cao CX, Liljeblom E and Weihrich S (2017) Uncertainty and firm dividend policy - A natural experiment. *Journal of Corporate Finance* 42: 179-197.
- Chetty R & Saez E (2005) Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut. *The Quarterly Journal of Economics* 120(3): 791-833.
- DeAngelo H & DeAngelo L (1990) Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms. *The Journal of Finance* 45(5): 1415-1431.
- DeAngelo H, DeAngelo L & Skinner DJ (2004) Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics* 72(3): 425-456.
- DeAngelo H, DeAngelo L & Skinner DJ (1996) Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics* 40(3): 341-371.
- DeAngelo H, DeAngelo L & Skinner DJ (1992) Dividends and Losses. *The Journal of Finance* 47(5): 1837-1863.
- Denis DJ & Osobov I (2008) Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics* 89(1): 62-82.
- Eskola J, Suoranta J & Ellibs (1998) *Johdatus Laadulliseen Tutkimukseen*. Tampere: Vastapaino.
- Fama EF & French KR (2001) Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60(1): 3-43.
- Ferris S, Sen N & Yui H (2006) God Save the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in the United Kingdom. *The Journal of Business* 79(3): 1149-1173.
- Floyd E, Li N & Skinner DJ (2015) Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics* 118(2): 299-316.
- Graham JR & Kumar A (2006) Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors. *The Journal of Finance* 61(3): 1305-1336.
- Grinstein Y & Michaely R (2005) Institutional Holdings and Payout Policy. *The Journal of Finance* 60(3): 1389-1426.
- Grullon G & Michaely R (2002) Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance* 57(4): 1649-1684.
- Grullon G, Michaely R & Swaminathan B (2002) Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *The Journal of Business* 75(3): 387-424.

- Grullon G, Michaely R, Benartzi S & Thaler R (2005) Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. *The Journal of Business* 78(5): 1659-1682.
- Gugler K (2003) Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking and Finance* 27(7): 1297-1321.
- Gwilym Oa, Morgan G & Thomas S (2000) Dividend Stability, Dividend Yield and Stock Returns: UK Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting* 27(3): 261-281.
- Hanlon M & Hoopes JL (2014) What do firms do when dividend tax rates change? An examination of alternative payout responses. *Journal of Financial Economics* 114(1): 105-124.
- Jensen GR, Solberg DP & Zorn TS (1992) Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(2): 247-263.
- Kallunki J (2014) *Tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Talentum.
- Kallunki J, Martikainen M & Niemelä J (2007) *Ammattimainen Sijoittaminen*. Helsinki: Talentum.
- Kasanen, E, Lukka, K & Siitonen A (1991) Konstruktiivinen tutkimusote liiketaloustieteessä. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, 40 (3): 301–329.
- Kaustia M & Rantapuska E (2012) Rational and behavioral motives to trade: Evidence from reinvestment of dividends and tender offer proceeds. *Journal of Banking and Finance* 36(8): 2366-2378.
- Knüpfer S & Puttonen V (2018) *Moderni Rahoitus*. Helsinki: Alma Talent.
- Knüpfer S & Puttonen V (2014) *Moderni Rahoitus*. Helsinki: Talentum Media.
- Korkeamäki T, Liljeblom E & Pasternack D (2010) Tax reform and payout policy: Do shareholder clienteles or payout policy adjust? *Journal of Corporate Finance* 16(4): 572-587.
- Koskinen I, Alasuutari P and Peltonen T (2005) *Laadulliset Menetelmät Kauppatieteissä*. Tampere: Vastapaino.
- Lambert RA, Larcker WN & Larcker DF (1989) Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24(4): 409-425.
- Lasfer MA (1996) Taxes and dividends: The UK evidence. *Journal of Banking and Finance* 20(3): 455-472.
- Leppiniemi J (2009) *Rahoitus*. Helsinki: WSOY oppimateriaalit.

- Leppiniemi J (2008) *Yrityksistä Kerrotaan: Kuuntele Ja Kuule Oikein*. Helsinki: WSOYpro.
- Leppiniemi J & Virtanen M (2003) *Vuosikertomus: Miten Tehdään, Miten Lue-taan?* Helsinki: WSOY.
- Lillis, A (2006) Reliability and Validity in Field Study Research. Teoksessa Hoque, Z *Methodological Issues in Accounting Research: Theories and Methods*. Lontoo: Spiramus, 461-475.
- Lindström K & Lindström T (2011) *Onnistu Osakemarkkinoilla*. Helsinki: Talentum.
- Lintner J (1956) Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review* 46(2): 97-113.
- Martikainen M & Vaihekoski M (2015) *Yritysrahoituksen Perusteet*. Helsinki: Sanoma Pro.
- Michaeli R, Thaler RH and Womack KL (1995) Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? *The Journal of Finance* 50(2): 573-608.
- Miller MH & Modigliani F (1961) Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business* 34(4): 411-433.
- Neilimo K & Näsi J (1980) *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen talous-tiede: Tutkimus positivismiin soveltamisesta*. Tampere: Tampereen yliopisto.
- Niskanen J & Niskanen M (2013) *Yritysrahoitus*. Helsinki: Edita.
- Nissim D & Ziv A (2001) Dividend Changes and Future Profitability. *The Journal of Finance* 56(6): 2111-2133.
- La Porta RL, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A & Vishny RW (2000) Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance* 55(1): 1-33.
- Ross SA, Westerfield RW & Jaffe JF (2005) *Corporate Finance*. Boston: McGraw-Hill/Irwin.
- Rozeff MS (1982) Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* 5(3): 249-259.
- Ryan B, Scapens RW & Theobald M (2002) *Research Method and Methodology in Fi-nance and Accounting*. London: Thomson.
- Scott WR (2015) *Financial Accounting Theory*. Toronto: Pearson.
- Short H, Zhang H & Keasey K (2002) The link between dividend policy and institu-tional ownership. *Journal of Corporate Finance* 8(2): 105-122.

- Skinner DJ (2008) The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 87(3): 582-609.
- Skinner DJ & Soltes E (2011) What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies* 16(1): 1-28.
- Tuomi J & Sarajärvi A (2018) *Laadullinen Tutkimus Ja Sisällönanalyysi*. Helsinki: Tammi.
- von Eije H & Megginson WL (2008) Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics* 89(2): 347-374.
- Watts R (1973) The Information Content of Dividends. *The Journal of Business* 46(2): 191-211.
- Yin RK (2018) *Case Study Research and Applications: Design and Methods*. Los Angeles: SAGE.
- Yritystutkimus Ry (2017) *Yritystutkimuksen Tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Gaudeamus.

Virallislähteet

- HE 275/2018. Hallituksen esitys. Annettu Helsingissä 5.12.2018. Saatavilla: https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Sivut/HE_275+2018.aspx Luettu 14.3.2019.
- Laki yhtiöveron hyvityksestä 29.12.1988/1232. Annettu Helsingissä 29.12.1988. Saatavilla: <https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/1988/19881232> Luettu 19.5.2019.
- Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624. Annettu Helsingissä 21.7.2006. Saatavilla: <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624> Luettu 7.2.2019.
- Tuloverolaki 30.12.1992/1535. Annettu Helsingissä 30.12.1992. Saatavilla: <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1992/19921535> Luettu 13.3.2019.

Muut lähteet

- Elecster (2019) About us. Saatavilla: <https://www.elecster.fi/#> Luettu 4.6.2019.
- Forbes (2018) The 6 best dividend aristocrats for 2019. Saatavilla: <https://www.forbes.com/sites/moneyshow/2018/12/27/the-6-best-dividend-aristocrats-for-2019/#7650f525a438> Luettu 11.9.2019.
- Heikkilä M (2019) Kotimaan osakemarkkinat arvostajien silmin. Puhe tapahtumassa sijoitusmessut 9.5.2019 Tampere-talossa.
- Hirvonen M (2019) Osakesäästötili. Puhe tapahtumassa sijoitusmessut 9.5.2019 Tampere-talossa.

Huhtamäki (2019a) Tietoa meistä. Saatavilla: <https://www.huhtamaki.com/fi/tietoa-meista/> Luettu 22.5.2019.

Huhtamäki (2019b) Tuotteet. Saatavilla: <https://www.huhtamaki.com/fi/tuotteet/> Luettu 22.5.2019.

Husman H (2019) Ajankohtaista Helsingin pörssistä. Puhe tapahtumassa sijoitusmessut 9.5.2019 Tampere-talossa.

Investopedia (2019) Dividend payout ratio definition. Saatavilla: <https://www.investopedia.com/terms/d/dividendpayoutratio.asp> Luettu 20.5.2019.

Kauppalehti (2019) Osinkohistoria. Saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/porssi/osinkohistoria/> Luettu 16.2.2019.

Keskuskauppakamari (2019) Osingot suomalaisissa pörssiyhtiöissä 2018. Saatavilla: <https://kauppakamari.fi/markkinat-ja-pelisaannot/hyva-hallinointi-ja-corporate-governance/selvitykset/> Luettu 17.10.2019.

Kiplinger (2018) 39 dividend aristocrats for international income growth. Saatavilla: <https://www.kiplinger.com/slideshow/investing/T018-S001-39-european-dividend-aristocrats/index.html> Luettu 11.9.2019.

Nordnet (2019) 20 korkeimman osinkotuoton osaketta Suomesta vuonna 2019. Saatavilla: <https://blogi.nordnet.fi/20-korkeimman-osinkotuoton-osaketta-suomesta-vuonna-2019/> Luettu 11.9.2019.

Pörssisäätiö (2019) Kotitalousomistajien määrä Suomessa. Saatavilla: <https://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/kotalousomistajien-maara-suomessa/> Luettu 16.10.2019.

Toukko (2019) Yritysverojärjestelmän muutoksia viime vuosikymmeninä. Saatavilla: <https://www.toukko.fi/yritysverojarjestelman-muutoksia-viime-vuosikymmenina/> Luettu 20.4.2019.

Vero (2019) Versiohistoria. Saatavilla: https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/47901/osinkotulojen_verotu2/?showVersionHistory=true Luettu 20.4.2019.

Veronmaksajat (2018) Osinkojen verotus pörssiyhtiöstä ja listaamattomasta yhtiöstä. Saatavilla: <https://www.veronmaksajat.fi/Sijoittaminen/Osinkojen-verotus/> Luettu 20.4.2019.

Tilinpäätökset, toimintakertomukset ja vuosikertomukset

Elecster Oyj:n vuosikertomukset vuosilta 2002-2018.

Huhtamäki Oyj:n tilinpäätökset ja toimintakertomukset vuosilta 2007-2018.

Huhtamäki Oyj:n vuosikertomukset vuosilta 2002-2009.

LITTEET

Liite 1: Huhtamäki Oyj

[illegible]

	Vuosi																
Huhtamäki Oyj tulos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osakekohtainen osinko (€)	0,38	0,38	0,38	0,38	0,42	0,42	0,34	0,38	0,44	0,46	0,56	0,57	0,60	0,66	0,73	0,80	0,84
Osakekohtainen tulos (€)	0,87	0,38	0,54	0,10	0,94	-0,22	-1,11	0,71	1,10	0,87	1,22	0,91	1,33	1,42	1,81	1,86	1,50

	Vuosi																
Huhtamäki Oyj tulos (muutos)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osingon muutos edellisen vuoteen (%)		0,0%	0,0%	0,0%	10,5%	0,0 %	-19,1%	11,8%	15,8%	4,6%	21,7%	1,8%	5,3%	10,0%	10,6%	9,6%	5,0%
Tuloksen muutos edelliseen vuoteen (%)		-58,8%	44,4%	-82,1%	892,6%	-124,1%	397,3%	-163,5%	56,3%	-20,6%	40,1%	-23,9%	46,7%	6,5%	27,8%	2,8%	-19,0%

	Vuosi																
Huhtamäki Oyj osingonjakosuhte	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osingonjakosuhte (%)	43,5%	100,8%	70,2%	398,2%	44,6%	-187,5%	-30,5%	53,7%	40,1%	52,9%	46,1%	62,4%	45,0%	46,6%	40,4%	43,1%	56,0%

	Vuosi																
Huhtamäki Oyj kertyneet voittovar	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osakekohtainen osinko (€)	0,38	0,38	0,38	0,38	0,42	0,42	0,34	0,38	0,44	0,46	0,56	0,57	0,60	0,66	0,73	0,80	0,84
Kertyneet voittovar osaketta kohden (€)					5,33	4,74	3,26	3,53	4,21	4,54	5,34	5,41	5,76	6,58	7,74	8,81	9,32

	Vuosi																
Huhtamäki Oyj kertyneet voittovarot (muutos)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osingon muutos edellisen vuoteen (%)		0,0%	0,0%	0,0%	10,5%	0,0%	-19,1%	11,8%	15,8%	4,6%	21,7%	1,8%	5,3%	10,0%	10,6%	9,6%	5,0%
Kertyneiden voittovarojen muutos edelliseen vuoteen (%)						-10,0%	-31,2%	8,3%	20,1%	8,0%	18,0%	2,8%	6,9%	14,3%	17,8%	14,1%	5,9%

	Vuosi																
Huhtamäki Oyj investoinnit	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osakekohtainen osinko (€)	0,38	0,38	0,38	0,38	0,42	0,42	0,34	0,38	0,44	0,46	0,56	0,57	0,60	0,66	0,73	0,80	0,84
Investoinnit osaketta kohden (€)	1,38	1,22	0,97	1,15	1,55	1,47	0,74	0,53	0,85	0,81	0,92	1,17	1,23	1,42	1,92	2,06	1,89

	Vuosi																
Huhtamäki Oyj investoinnit (muutos)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osingon muutos edellisen vuoteen (%)		0,0%	0,0%	0,0%	10,5%	0,0%	-19,1%	11,8%	15,8%	4,6%	21,7%	1,8%	5,3%	10,0%	10,6%	9,6%	5,0%
Investointien muutos edelliseen vuoteen (%)		-15,3%	-20,1%	20,6%	35,8%	-4,0%	-49,8%	-28,8%	62,2%	-4,2%	13,8%	29,4%	5,0%	15,7%	35,5%	7,9%	-8,3%

	Vuosi																
Huhtamäki oyj omavaraisuusaste	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osakekohtainen osinko (€)	0,38	0,38	0,38	0,38	0,42	0,42	0,34	0,38	0,44	0,46	0,56	0,57	0,60	0,66	0,73	0,80	0,84
Omavaraisuusaste (%)		33,0%	35,7%	35,6%	37,9%	36,2%	36,0%	41,9%	45,5%	42,2%	44,1%	37,7%	38,9%	41,3%	41,2%	41,4%	40,8%

	Vuosi																
Huhtamäki oyj liikevaihto	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osakekohtainen osinko (€)	0,38	0,38	0,38	0,38	0,42	0,42	0,34	0,38	0,44	0,46	0,56	0,57	0,60	0,66	0,73	0,80	0,84
Liikevaihto osaketta kohden (€)	22,22	21,89	21,63	22,60	22,95	23,01	22,50	20,27	19,29	20,15	22,96	20,97	21,60	26,30	27,60	28,72	29,76

	Vuosi																
Huhtamäki Oyj liikevaihto (muutos)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osingon muutos edellisen vuoteen (%)		0,0%	0,0%	0,0%	10,5%	0,0%	-19,1%	11,8%	15,8%	4,6%	21,7%	1,8%	5,3%	10,0%	10,6%	9,6%	5,0%
Liikevaihdon muutos edelliseen vuoteen (%)		-5,8%	-0,8%	6,4%	2,2%	1,6%	-2,2%	-9,8%	-4,2%	4,7%	14,3%	-7,5%	3,5%	22,0%	5,1%	4,3%	3,8%

	Vuosi															
Huhtamäki Oyj sig- nalointi	2002/ 2003/ 2004	2003/ 2004/ 2005	2004/ 2005/ 2006	2005/ 2006/ 2007	2006/ 2007/ 2008	2007/ 2008/ 2009	2008/ 2009/ 2010	2009/ 2010/ 2011	2010/ 2011/ 2012	2011/ 2012/ 2013	2012/ 2013/ 2014	2013/ 2014/ 2015	2014/ 2015/ 2016	2015/ 2016/ 2017	2016/ 2017/ 2018	
Nykyisen vuoden osin- gon muutos edellisen vuoden osinkoon (%)	0,0%	0,0%	0,0%	10,5%	0,0%	-19,1%	11,8%	15,8%	4,6%	21,7%	1,8%	5,3%	10,0%	10,6%	9,6%	
Seuraavan vuoden tu- loksen muutos nykyi- seen tulokseen (%)	44,4%	-82,1%	892,6%	- 124,1%	397,3%	- 163,5%	56,26%	-20,6%	40,1%	-23,9%	46,7%	6,5%	27,8%	2,8%	-19,0%	

[illegible]

Liite 2: Elecster Oyj

	Vuosi																
Elecster Oyj	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osakekohtainen osinko (€)	0,25	0,30	0,00	0,12	0,17	0,18	0,10	0,14	0,17	0,22	0,25	0,26	0,28	0,30	0,31	0,32	0,33
Vuoden keskimääräinen osakemäärä (t kpl)	3748	3748	3748	3748	3748	3748	3748	3748	3748	3748	3748	3748	3748	3748	3748	3748	3748
Tilikauden tulos ilman vähemmistöosuutta (t€)	2068	2581	-897	1261	1882	1970	949	1223	1507	2021	2344	2245	2425	3084	3155	2463	2510
Kertyneet voittovarot (t€)	776	1953	3012	4195	5611	6816	7063	7829	8925	10188	11759	12456	11294	12300	16297	16807	16587
Investoinnit (t€)	2251	4525	1548	2375	2617	1039	3484	1608	868	967	1020	2293	3687	2266	2205	2618	2185
Liikevaihto (t€)	37556	38760	28677	34531	40273	42154	36908	35540	39398	45407	43856	45349	45833	46108	44133	39431	42180
Omien osakkeiden takaisinostot (t kpl)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Raportoitu osinkopoliittikka	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu	Ei ilmoitettu

	Vuosi																
Elecster Oyj tulos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osakekohtainen osinko (€)	0,25	0,30	0,00	0,12	0,17	0,18	0,10	0,14	0,17	0,22	0,25	0,26	0,28	0,30	0,31	0,32	0,33
Osakekohtainen tulos (€)	0,55	0,69	-0,24	0,34	0,50	0,53	0,25	0,33	0,40	0,54	0,63	0,60	0,65	0,82	0,84	0,66	0,67

	Vuosi																
Elecster Oyj tulos (muutos)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osingon muutos edellisen vuoteen (%)		20,0%	- 100,0%	-	41,7%	5,9%	-44,4%	40,0%	21,4%	29,4%	13,6%	4,0%	7,7%	7,1%	3,3%	3,2%	3,1%
Tuloksen muutos edelliseen vuoteen (%)		24,8%	- 134,8%	- 240,6%	49,3%	4,7%	-51,8%	28,9%	23,2%	34,1%	16,0%	-4,2%	8,0%	27,2%	2,3%	-21,9%	1,9%

	Vuosi																
Elecster Oyj osingonjakosuhte	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osingonjakosuhte (%)	45,3%	43,6%	0,0%	35,7%	33,9%	34,3%	39,5%	42,9%	42,3%	40,8%	40,0%	43,4%	43,3%	36,5%	36,8%	48,7%	49,3%

	Vuosi																
Elecster Oyj kertyneet voittovar	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osakekohtainen osinko (€)	0,25	0,30	0,00	0,12	0,17	0,18	0,10	0,14	0,17	0,22	0,25	0,26	0,28	0,30	0,31	0,32	0,33
Kertyneet voittovar osaketta kohden (€)	0,21	0,52	0,80	1,12	1,50	1,82	1,88	2,09	2,38	2,72	3,14	3,32	3,01	3,28	4,35	4,48	4,43

	Vuosi																
Elecster oyj kertyneet voittovar (muutos)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osingon muutos edellisen vuoteen (%)		20,0%	- 100,0%	-	41,7%	5,9%	-44,4%	40,0%	21,4%	29,4%	13,6%	4,0%	7,7%	7,1%	3,3%	3,2%	3,1%
Kertyneiden voittovarojen muutos edelliseen vuoteen (%)		151,7%	54,2%	39,3%	33,8%	21,5%	3,6%	10,9%	14,0%	14,2%	15,4%	5,9%	-9,3%	8,9%	32,5%	3,1%	-1,3%

	Vuosi																
Elecster oyj investoinnit	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osakekohtainen osinko (€)	0,25	0,30	0,00	0,12	0,17	0,18	0,10	0,14	0,17	0,22	0,25	0,26	0,28	0,30	0,31	0,32	0,33
Investoinnit osaketta kohden (€)	0,60	1,21	0,41	0,63	0,70	0,28	0,93	0,43	0,23	0,26	0,27	0,61	0,98	0,60	0,59	0,70	0,58

	Vuosi																
Elecster Oyj investoinnit (muutos)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osingon muutos edellisen vuoteen (%)		20,0%	- 100,0%	-	41,7%	5,9%	-44,4%	40,0%	21,4%	29,4%	13,6%	4,0%	7,7%	7,1%	3,3%	3,2%	3,1%
Investointien muutos edelliseen vuoteen (%)		101,0%	-65,8%	53,4%	10,2%	-60,3%	235,3%	-53,9%	-46,0%	11,4%	5,5%	124,8%	60,8%	-38,5%	-2,7%	18,7%	-16,5%

	Vuosi																
Elecster Oyj omavaraisuusaste	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osakekohtainen osinko (€)	0,25	0,30	0,00	0,12	0,17	0,18	0,10	0,14	0,17	0,22	0,25	0,26	0,28	0,30	0,31	0,32	0,33
Omavaraisuusaste (%)	42,5%	36,4%	30,6%	35,0%	37,0%	40,0%	38,5%	39,3%	40,9%	44,8%	47,6%	49,7%	45,7%	45,7%	51,0%	52,2%	50,3%

	Vuosi																
Elecster Oyj liikevaihto	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osakekohtainen osinko (€)	0,25	0,30	0,00	0,12	0,17	0,18	0,10	0,14	0,17	0,22	0,25	0,26	0,28	0,30	0,31	0,32	0,33
Liikevaihto osaketta kohden (€)	10,02	10,34	7,65	9,21	10,74	11,25	9,85	9,48	10,51	12,11	11,70	12,10	12,23	12,30	11,77	10,52	11,25

	Vuosi																
Elecster Oyj liikevaihto (muutos)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Osingon muutos edellisen vuoteen (%)		20,0%	- 100,0%	-	41,7%	5,9%	-44,4%	40,0%	21,4%	29,4%	13,6%	4,0%	7,7%	7,1%	3,3%	3,2%	3,1%
Liikevaihdon muutos edelliseen vuoteen (%)		3,2%	-26,0%	20,4%	16,6%	4,7%	-12,4%	-3,7%	10,9%	15,3%	-3,4%	3,4%	1,1%	0,6%	-4,3%	-10,7%	7,0%

	Vuosi															
	2002/ 2003/ 2004	2003/ 2004/ 2005	2004/ 2005/ 2006	2005/ 2006/ 2007	2006/ 2007/ 2008	2007/ 2008/ 2009	2008/ 2009/ 2010	2009/ 2010/ 2011	2010/ 2011/ 2012	2011/ 2012/ 2013	2012/ 2013/ 2014	2013/ 2014/ 2015	2014/ 2015/ 2016	2015/ 2016/ 2017	2016/ 2017/ 2018	
Elecster Oyj signaaliointi																
Nykyisen vuoden osingon muutos edellisen vuoden osinkoon (%)	20,0%	- 100,0%	-	41,7%	5,9%	-44,4%	40,0%	21,4%	29,4%	13,6%	4,0%	7,7%	7,1%	3,3%	3,2%	
Seuraavan vuoden tuloksen muutos nykyiseen tulokseen (%)	- 134,8%	- 240,6%	49,3%	4,7%	-51,8%	28,9%	23,2%	34,1%	16,0%	-4,2%	8,0%	27,2%	2,3%	-21,9%	1,9%	

